MANUALI HOEPLI

L. SIMONAZZI

IL CAMBIO

E

LE SUE LEGGI

ECA
FACOLTÀ DI ECONOMIA

ULRICO HOEPLI
EDITORE-LIBRAIO DELLA REAL CASA
MILANO

BIBLIOTECA
UNIVERSITÀ DI TORINO
FACOLTÀ DI ECONOMIA
FP
16

Gerato
12. I. 23

MANUALI HOEPLI

LUIGI SIMONAZZI

IL CAMBIO

E LE SUE LEGGI

CON PREFAZIONE
dell'Avv. MARIO MAZZUCCHELLI

ULRICO HOEPLI
EDITORE-LIBRAIO DELLA REAL CASA
MILANO

1923

IVA
IFP 873

PROPRIETÀ LETTERARIA

Tipografia Sociale del Cav. C. Sironi - Milano. Via G. Mameli, 15
(Made in Italy).

PREFAZIONE

La letteratura sui cambi è copiosissima.

L'uso del cambio per gli affari è necessariamente quotidiano, intenso, generalissimo.

Eppure nessuna materia pare più lontana dalla conoscenza dei più quanto quella dei cambi.

I pratici, coloro che operano ogni ora in cambi, ne hanno nozione superficiale e limitata anche nello stretto campo empirico.

A quelli che di cambi scrivono, a coloro che, per contrapposto ai pratici si direbbero teorici, manca la pratica vissuta, difetta non di rado il sapere storico ed è insita tendenza a comprimere nella concezione strettamente dottrinaria, non già le immutabili leggi economiche, ma pure circostanze, momenti e sviluppi.

I molti dilettanti che su per le gazzette quotidiane o nei periodici, più fitti di numero che di lettori, discorrono di cambi, contribuiscono ad annebbiare idee e concetti ed a far sì che questo argomento dei cambi sia riguardato come una fra le tante tenebrose alchimie speculative, privilegio di banche, banchieri e cambiovalute che tengono così in mano la vita e le fortune di una nazione.

La grande generalità vede nel cambio un giuoco di speculazione e professori reputati di pubblica economia risentono di un intimo convincimento, politico nella sua origine, che nei movimenti del cambio entri, per lo meno, la speculazione od una manovra estera per premere sulle energie nazionali.

Eppure accade che i cambi di differenti Paesi si muovano lungo una stessa linea, ed avviene che moventi internazionali influenzino una intera serie di cambi in un dato senso, mentre altro gruppo si svolge in diversa direzione.

Cause comuni sogliono prevalere su cause individuali pur non togliendo l'azione di queste e semprechè le cause individuali non siano troppo pronunciate.

Suole altresì la causa generale influenzare le valute dei diversi Paesi in ragione progressiva inversa della forza delle singole valute.

Se si verifica un peggioramento di carattere comune, questo peggioramento è minimo per la moneta più apprezzata e cresce a seconda della misura del deprezzamento per essere massimo per la valuta più deprezzata.

Il miglioramento viceversa si accentua maggiormente in proporzione della robustezza della valuta; guadagnano meno le monete più deboli, e di più le sane.

Se vi è un periodo di tempo, nel quale si ha la conferma dell'esattezza delle leggi economiche che regolano i cambi, tale periodo è quello tanto tormentoso che attraversiamo dalla guerra in poi.

Tutto quanto potè sembrare fallimento della scienza economica ad osservazione affrettata e superficiale è stato nuova e maggiore prova della verità della scienza stessa.

Gli anni dal 1914 in poi hanno offerto oltre la conferma delle vecchie, nuove constatazioni nel campo dei cambi come quelle suadombrate sulla sincronicità, sulla progressività e sulla prevalenza del fattore generale sul particolare.

Oggi, per un accentramento di disponibilità monetarie e di capitali liquidi e di crediti in un grande Paese oltreoceanico, è venuto a determinarsi un nuovo elemento mondiale di enorme potenza nell'atteggiamento dei cambi.

L'Europa ed il resto dell'America dipendono dagli acquisti, dalle vendite o dal disinteressamento in valute altrui che gli Stati Uniti dell'America Settentrionale fanno con alterna vicenda.

Se Paesi a moneta forte come l'Inghilterra e l'Olanda hanno i mezzi materiali, l'abilità e l'energia volitiva di destreggiarsi e di indirizzare la fiducia dell'impiego monetario americano verso il proprio danaro, migliorando il proprio cambio, gli altri Paesi oberati da una immensa circolazione cartacea effettiva e da una ancora maggiore in potenza, sono alla completa mercè delle fluttuazioni dello spirito pubblico e delle condizioni finanziarie degli Stati Uniti.

Nè possono sottrarsi a queste fluttuazioni della volontà altrui se non inducendo tale volontà alla confidenza nella propria moneta con saggia e ferma gestione delle proprie finanze e del proprio credito.

Il passato, anche assai recente, ha visto crisi di valore della moneta proporzionalmente altrettanto gravi ed altrettanto diffuse quanto le attuali.

Repudiamenti, svalutazioni, raggruppamenti di vecchie unità in una nuova, la storia monetaria ne conta moltissimi.

Gli Stati americani a cominciare dagli Stati Uniti, prima e dopo l'indipendenza, hanno offerto il più vasto laboratorio di esperienze monetarie.

L'antichità, il medio evo ed il primo evo moderno europeo ed asiatico se non avevano la carta-moneta, conobbero nella più larga misura le alterazioni monetarie e conobbero quel mercato dei cambi, nel quale eccelsero fiorentini e lombardi.

Questi, i lombardi, insegnarono al mondo il commercio di Banca e quello dei cambi. Nell'attuale Metropoli finanziaria, Londra, vive il loro visivo ricordo nel nome della Lombard-Street e dove domina la lingua di Goethe si classifica col «lombardieren» l'operazione bancaria di anticipazione e di riporto e si stilano i bilanci colle italianissime parole «Nostro», «Vostro», ecc.

Molto, troppo ci si è resi, in Italia, dimentichi di queste antiche cognizioni, di queste antiche glorie, glorie commerciali, ma perciò non meno vere.

Oggi, quando non si spregia, non si apprezza quanto, in altri tempi, fu vanto e ricchezza italiana. Costruzioni irreali di pen-

siero tendono a vedere ed a mostrare sotto luce d'artificio e di illusione, fatti e dottrine ed a disegnare previsioni e regolazioni che non hanno appoggio nè di pratica nè di scienza.

Eppure le possibili soluzioni dell'oggi trovano via tracciata negli esempi di ieri.

Il suffragio dell'esperienza e l'ossequio ai dettami economici sono gli unici mezzi per ritornare, dal perturbamento odierno, alla normalizzazione del valore del danaro su idonea base.

Una rassegna ragionata degli atteggiamenti dei cambi durante e dopo la guerra e una riesposizione delle leggi fondamentali che governano i cambi, non possono che riuscire di grande utilità per accrescere esperienza e per rinnovare nozioni.

A questo compito si è accinto Luigi Simonazzi *redigendo il suo libro con fede di appassionato studioso, con scrupolo di preciso osservatore, con serenità di adusato espositore creatosi, per virtù propria, scrivendo regolarmente di argomenti locali, finanziari ed economici.*

La forma piana, lucida, agile, gradevolmente scorrevole, non comune, come tale, nelle opere che trattano di materie economiche, contribuendo in tal modo a tenerle dominio di pochi, aggiunge pregio speciale al libro e lo erge a lavoro di divulgazione.

Se questo scopo raggiungesse, come ne ha merito e ne vale l'auspicio, sarebbe giusto resultato di giusto scritto.

Avv. Mario Mazzucchelli.

INDICE DELLE MATERIE

Parte Prima

IL CAMBIO E LE SUE LEGGI

Cap. I – **Introduzione** . . . . . pag. 1

I pregiudizi sul cambio, pag. 1 – Le conseguenze della guerra, p. 2 – Un problema tipico, p. 5 – La moneta internazionale e l'oro, p. 8 – Il caso più comune: l'acquisto di un credito, p.9 – Come ha origine il mercato dei cambi, p. 11.

Cap. II. – **Crediti e debiti internazionali** . pag. 12

Varie forme dell'atto di scambio, pag. 11 – Le statistiche del commercio ed il loro valore per l'analisi del prezzo dei cambi, p. 14 – Gli atti che possono far sorgere rapporti di debito o di credito internazionale, p. 15 – Agli effetti del mercato dei cambi, non tutte le obbligazioni hanno lo stesso valore, p. 20 – La bilancia dei pagamenti secondo Goschen e Jannaccone, p. 22 – Quali crediti interessano il mercato dei cambi, p. 23 – La valuta cartacea, gli assegni bancari, le cambiali, p. 23 – I titoli di debito pubblico e le azioni industriali, p. 24 – In via ordinaria non hanno importanza diretta ed attuale sul mercato dei cambi, p. 25 – Come, agli effetti del mercato dei cambi, si classificano i titoli di credito, p. 26 – Gli atti che possono far sorgere obbligazioni ed il mercato dei cambi, p. 27.

CAP. III. – **Le parità monetarie** . . . pag. 32

Il cambio è un prezzo; l'equazione del cambio, pag. 32 - La interpretazione corretta dei listini, p. 33 – Le definizioni adottate per le parità monetarie, p. 34 – Necessità di rettificare il concetto del valore legale, p. 35 – Che cosa si deve intendere per valore reale, p. 36 – Gli scambi tra le monete e le merci e tra le varie specie di monete avvengono in base ai *valori reali*, p. 37 – Il valore commerciale delle monete, p. 37 – Quando l'equazione dei valori reali e quella dei valori legali si identificano, i cambi sono alla pari, p. 40

CAP. IV. – **Il prezzo dei cambi** . . . . pag. 40

I fattori che concorrono alla formazione del prezzo di una cambiale: fattori *intrinsechi* e fattori *estrinsechi*, pag. 40 – Cambiali a vista e cambiali a termine, p. 43 – Il *valore attuale*, p. 44 – Il prezzo delle cambiali a lunga scadenza od assimilabili, p. 46 – I fattori *estrinsechi:* possono appartenere al campo dei pagamenti internazionali od a quello delle condizioni monetarie dei paesi interessati, p. 47 – Noi chiamiamo i primi *fluttuazioni dei cambi* ed i secondi *alterazioni delle parità monetarie reali*, p. 47 – Si sviluppano i concetti di *parità legale*, di *parità reale* e quello di *alterazioni delle parità reali*, p. 48 – La base della equazione dei cambi è quella delle parità reali, p. 49 – Le *fluttuazioni:* loro natura ed origine, p. 51 – Il punto dell'oro, p. 53 – Limiti *normali* delle fluttuazioni, p. 53.

CAP. V. – **Le variazioni della domanda e della offerta** . . . . . pag. 57

Regolarità delle correnti commerciali, pag. 57 – Altri fenomeni previdibili: le emigrazioni, pag. 58 – Fenomeni difficilmente ponderabili, p. 59 – Caratteri di alcune forme di speculazione, p. 61 – Speculazione perequatrice dei vari mercati nello stesso momento, p. 61 – Come conseguenza di essa, i prezzi di tutti i cambi tendono ad equilibrarsi su tutti i mercati, p. 64 – Speculazione perequatrice di uno stesso mercato

nel tempo, p. 65 – Suoi effetti limitatori sul prezzo dei cambi, p. 65 – Quando è possibile, p. 70 – Un esempio: gli elementi delle variazioni della domanda e della offerta sulla piazza di Londra, secondo il Clare, p. 71.

CAP. VI. – **Il saggio dell'interesse** . . . pag. 73

Effetti delle variazioni dell'interesse sulla distribuzione dei capitali, pag. 73 – Attenuazione agli effetti di queste variazioni, p. 74 – Investimenti di capitale a breve ed a lunga scadenza, p. 78 – Una variazione nel saggio dell'interesse per gli investimenti a lunga scadenza può avere, sul mercato dei cambi, soltanto una influenza indiretta, p. 79 – L'interesse per gli investimenti a lunga scadenza ed i cambi, p. 80 – Influenza del saggio dell'interesse della piazza *debitrice* e di quello della piazza *creditrice*, p. 81 – Discussione delle opinioni del Pierson e del Goschen, p. 82 – Caso in cui il tasso dell'interesse è più alto sulla piazza *debitrice* che non su quella *creditrice*, p. 84 – Esame del caso su accennato, p. 87 – Analisi delle conseguenze di una variazione del saggio dell'interesse sul mercato dei cambi, p. 90 – Una eccezione alla regola: il caso del 1866 secondo il Clare, p. 92.

CAP. VII. – **Le alterazioni delle parità monetarie** p. 95

Importanza delle alterazioni delle parità monetarie reali, pag. 95 – 1° caso: sistema con moneta tipo d'argento, a coniazione libera illimitata, p. 96 – Scomposizione del prezzo dei cambi nel caso in cui si abbiano alterazioni delle parità reali; che cosa si deve intendere per aggio, p. 107 – 2° caso: sistema con moneta a tipo argenteo e coniazione limitata, p. 109 – Il sistema del cambio aureo, p. 112 – 3° caso: sistema a doppio tipo - oro ed argento - a coniazione libera per i due metalli (bimetallismo), p. 119 – Legge di Gresham, p. 121 – 4° caso; sistema a doppio tipo e coniazione libera per l'oro e limitata per l'argento (bimetallismo zoppo), p. 127 – 5° caso: paesi con moneta di carta inconvertibile, p. 131 – Le tre fasi, p. 131 – Caratteri della prima fase e prezzo dei cambi, p. 136 – Una eccezione alla legge generale che determina il prezzo

dei cambi, p. 137 – La seconda fase ed i suoi caratteri, p. 139 – Limiti del prezzo dei cambi nel 2° periodo della 2ª fase, p. 140 e 142 – Il *valuta-dumping*, p. 142 – La 3ª fase ed i suoi caratteri, p. 147 – 6° caso: sistema con tipo aureo, ma con circolazione cartacea e divieto di esportazione dell'oro, p. 148 – 7° caso: con tipo aureo, ma a coniazione limitata, con o senza divieto di importazione dell'oro, p. 153 – In nota: *i cambi ed i prezzi* vedi note a p. 98 e 102 – *La fiducia e il valore della carta moneta*, vedi nota a p. 135.

CAP. VIII. – **Conclusioni** . . . . . pag. 157

PARTE SECONDA

LA GUERRA E LE SUE CONSEGUENZE

CAP. I. – **Le vicende del periodo bellico** pag. 165

I mutamenti prodotti dalla guerra, pag. 165 – Le condizioni dell'Italia agli inizii della guerra, p. 159 – I cambi e la situazione economica monetaria, p. 171 – Le discussioni intorno ai prezzi dei cambi, p. 173 – Analisi degli sbilanci commerciali e della circolazione monetaria in rapporto al prezzo dei cambi, p. 175 – Conclusioni in proposito, p. 178 – Le vicende della guerra e i cambi, p. 179.

CAP II. – **Il monopolio dei cambi - Il dopo guerra** p. 181

Provvedimenti legislativi sul cambio nel periodo bellico, pagina 181 – Cenni sui decreti emessi sino all'assunzione del monopolio, p. 182 – Il decreto 27 novembre 1917, p. 184 – Il decreto sul monopolio, p. 187 – Sua portata e suoi limiti, p. 188 – L'opera dell'Istituto Nazionale ed i suoi risultati, p. 189 – I cambi durante il monopolio, p. 193 – Il regime dopo la fine del monopolio, p. 195 – Considerazioni sui provvedimenti di guerra e sul monopolio, p. 198 – La influenza dei fattori morali, p. 203 – Importanza del fattore internazionale nel problema dei cambi, p. 207.

CAP. III. – **Le esportazioni dei paesi a valuta deprezzata** . . . . . pag. 208

Importanza della questione, p. 208 – Sviluppo delle considerazioni fatte nel capitolo sulle alterazioni delle parità monetarie reali. p. 209 – Le esportazioni di merci ed il prezzo dei cambi, p. 211 – Come si arriva alla vendita sotto costo (Valuta-dumping), p. 211 – Opinioni discordanti sulla esistenza e sulla portata del fenomeno, p. 212. – Le parità reali ed i prezzi di alcune valute, p. 218 – Esame delle eccezioni sollevate sulla possibilità delle esportazioni sotto costo, p. 219 – Chi paga le perdite della esportazione sotto costo?, p. 221 – Dimostrazione che il fenomeno in esame si inquadra logicamente nel complesso delle leggi che dominano i traffici internazionali, p. 222 – Il caso classico del deprezzamento, p. 222 – Il fenomeno coi paesi a moneta sana, p. 223 – Conseguenza del valuta-dumping, p. 224 – Differenze tra il *dumping* e le esportazioni sotto costo, p. 225 – I provvedimenti doganali di difesa, p. 226.

CAP. IV. – **Il problema monetario** . . pag. 228

Sua importanza, pag. 228 – Rapporti monetari tra l'Italia e i paese a valuta alta, p. 230 – La politica di rivalutazione, p. 231 – Sue conseguenze, p. 231 – La stabilizzazione del valore delle monete, p. 231 – La proposta del Cassel, p. 233 – I consensi ed i dissensi, p. 234 – Discussione delle principali eccezioni (Griziotti, p. 235 – Supino, p. 236) – Il ritorno al tipo aureo su nuovo tallone monetario, p. 240 – La formula del Keynes, p. 241 – Opposizioni alla tesi del Keynes, p. 248 – I fautori del ritorno alla pari pre bellica (Loria, p. 248 - Supino, p. 249) – Discussione delle obiezioni, p. 250 – Le ragioni della rivalutazione e le confutazioni del Keynes, p.254 – La conferenza di Genova, p. 255 – Le dichiarazioni del Ministro Italiano del Tesoro, p. 258 – La deliberazione settima, p. 260 – La politica di rivalutazione e le sue conseguenze nel caso particolare dell'Italia, p. 262 – Altre proposte e loro discussione, p. 266 – Il punto fondamentale, p. 269.

INDICE DEGLI AUTORI

(I numeri indicano le pagine).

Bachi, 178, 186, 192, 204.
Bianchini, 216.
Borgatta, 216, 225, 227.
Cabiati, 234.
Carcano, 173.
Cassel, 231, 234, 239.
Clare, 65, 66, 68, 72, 91, 92, 94.
Dalberg, 212.
De Nava, 229.
Einaudi, 175, 234, 257 258, 271.
Eggenschwyler, 80.
Eredia, 266.
Goschen, 22, 25, 41, 42, 47, 54, 74, 81, 84, 86, 91, 143, 145.
Graziani, 212, 225.
Griziotti, 234, 235, 263.
Gruber, 23.
Keynes, 234, 244, 253, 257, 265.
Jannaccone, 22, 27.
Leroy-Beaulieu, 102, 106, 121, 122, 123.
Loria, 25, 106, 110, 112, 116, 119, 128, 134, 138, 140, 141, 148, 151, 234.
Mac Kenna, 234.
Meda, 175.
Mondini, 34.
Mortara, 20, 143, 173, 180, 199, 201.
Morelli, 271.
Nicholson, 113, 128.
Nitti, 174.
Pantaleoni, 234.
Peano, 257.
Picard, 258.
Pierson, 69, 81, 85, 86, 88, 91, 112, 113, 125, 126, 130.
Say, 11, 59.
Stringher, 107, 169, 171, 173, 182, 189, 194.
Theunis, 258.
Supino, 234, 236.
Wollemborg, 101.

Parte Prima

Il cambio e le sue leggi

CAPITOLO I.

Introduzione

La guerra e i turbamenti monetari che l'hanno accompagnata, hanno richiamato l'attenzione di tutti sui problemi della circolazione e dei cambî. E poichè i turbamenti durano tuttora, non passa giorno in cui per chiunque non si presenti occasione di sentir discutere o di discorrere di cambî, di moneta, di valuta cartacea e di valuta metallica, di risanamento della circolazione, ecc., ecc.

Purtroppo le idee storte e gli errori sono assai numerosi e diffusi e chi si proponesse di risanare la circolazione delle chiacchiere, si assumerebbe impresa certo assai più difficile di quella di risanare la circolazione monetaria del nostro Paese. Agli errori dovuti a superficialità ed eccessiva semplicità di giudizio e a pregiudizî radicati, si aggiungono anche quelli che traggono origine dalla difesa di malintesi interessi particolari.

In Italia, sin dall'inizio della guerra, le folle hanno guardato al cambio come a uno strumento maligno, montato ai danni nostri da alleati avidi e insaziabili e da neutri infidi; folle non di semplici

e incolti lavoratori soltanto, perchè ne hanno fatto e ne fan parte buon numero degli appartenenti alle classi medie e alle alte della società: commercianti, industriali e anche qualche uomo di finanza. E, purtroppo, anche tra coloro a cui sarebbe spettato il còmpito di illuminare e di guidare l'opinione pubblica, non pochi si fecero propagatori e volgarizzatori di errori maggiori: basta ricordare, a questo proposito, gli articoli contro l'Inghilterra per l'aumento del prezzo della sterlina, pubblicati nel 1915 da un autorevole parlamentare su un grande quotidiano socialista.

Indubbiamente il turbamento fu grande e andò di là dalle previsioni più pessimiste. Al 31 dicembre 1914 i corsi dei cambî con la Francia e l'Inghilterra erano, rispettivamente, di 103,28 e di 25,87; al 31 dicembre 1920 di 169,61 e di 100,31, mentre i corsi con la Svizzera e gli Stati Uniti, di poco superiori alla pari nel 1914, erano, alla fine del 1920, di 433,43 e di 28,22. Altro che la crisi del 1890-94 col cambio francese a 114, il cui ricordo tuttavia si associa, nella mente di molti, a una storia triste di miserie e di dolori!

Col tempo noi ci siamo abituati anche alle iperboliche altezze dei cambî e i sentimenti di molti sono cambiati: lo speculatore che ha lucrato e lucra sulle differenze; l'importatore che realizza l'aumento nel prezzo di vendita della merce importata; l'esportatore che, scontando i profitti della cessione della valuta straniera, può più agevolmente collocare la sua merce; l'industriale a cui l'aumento del cambio durante il ciclo di produzione ha portato insperato profitto, ecc., ecc.,

tutta questa gente, insomma, che al fenomeno dei cambî alti associa — a ragione o a torto — la sua buona fortuna, si è indotta a pensare che non tutto è male nel nuovo stato di cose. Ma questa specie di adattamento ha avuto conseguenze poco simpatiche: in molte imprese di produzione — come doveva fatalmente avvenire data la instabilità dell'ambiente economico — gli elementi aleatori della speculazione hanno preso il sopravvento e la fede nel proprio lavoro ha lasciato il posto alla speranza nel gioco della fortuna, il che non giova alla società e — a lungo andare — nemmeno ai fortunati.

Questi diversi sentimenti si sono aggiunti ai vecchi pregiudizî e ai vecchi errori e hanno accresciuto la confusione, avviluppando in un inestricabile groviglio anche le idee e i concetti più semplici. E ciò mentre i cosidetti problemi della ricostruzione economica richiederebbero una opinione pubblica illuminata e consapevole.

Ma è vano sperar tanto, mentre sarebbe già non lieve vantaggio se il desiderio del bene comune, acuendo in tutti il senso delle responsabilità e rendendoci più cauti, prudenti, ponderati, facesse svanire taluni dei più grossolani pregiudizî.

Per conto nostro, non presumiamo certo che quanto diremo valga tanto da produrre beneficî apprezzabili; ma facciamo largo affidamento sulla benevolenza dei nostri lettori, paghi se riusciremo a soffermare l'attenzione loro sul molto che si dice e si scrive intorno ai problemi che ci interessano e che troppo facilmente e senza esame alcuno viene accolto nella nostra mente e tra le nostre opinioni.

Si può osservare che il disorientamento è favorito in modo particolare dalla impressione di... quasi paralisi mentale che su molti produce l'uso di termini tecnici, pur in se stessi tali da non presentare particolari difficoltà d'interpretazione. Chi è nuovo a queste cose e sente parlare di *sbilancio commerciale,* di vicende dei *pagamenti internazionali,* di *inflazione* e di *deflazione,* rimane incerto e sgomento ed è portato, secondo i suoi sentimenti, a respingere o ad accettare tutto quanto gli vien detto, senza nemmeno passarlo alla critica del più elementare buon senso. Così si forma, tra la sua mente e le cose, una specie di barriera insormontabile che toglie ogni possibilità di comprensione.

Noi preghiamo i nostri lettori di non lasciarsi sgomentare o sedurre dal suono delle parole, ma di cercarne il significato; avvicinandosi in tal modo alle cose, si vedrà che esse sono assai più semplici di quanto si possa ordinariamente ritenere.

Si vedrà come un pagamento internazionale non sia per nulla un atto solenne e misterioso e come sia pagamento internazionale anche l'invio di denaro per pagare, putacaso, l'abbonamento di una qualunque rivista estera; si vedrà che essendoci in tutti i paesi, tutti i giorni, persone che fanno affari con persone di altri paesi, tutti i giorni sorgono, tra questa gente, rapporti di debiti e di crediti e bisogni di mandar denaro od opportunità di riscuoterne e si vedrà pure come, avvicinando le domande di chi cerca la via più economica per pagare i suoi debiti e di chi la cerca per riscuotere i suoi crediti, nasca quel multiforme e complesso intreccio di relazioni che si chiama commercio dei cambî.

Si potrà vedere ancora come, negli affari badandosi alla sostanza delle cose e non all'apparenza, le valute di qualunque paese vengano date e accettate non per il nome che portano, ma per quello che valgono, fatto naturalissimo e per niente misterioso; come, di conseguenza mutando tale valore, mutino necessariamente i rapporti in base a cui tali monete si scambiano e le cifre che esprimono tali rapporti; si vedrà come il concorso di circostanze particolari possa far sì che, in certi momenti, in un dato paese siano più coloro che hanno debiti da pagare di quelli che hanno crediti da riscuotere e in altri momenti avvenga precisamente il contrario e come ciò possa influire sui prezzi delle valute ed entro quali limiti. Si vedrà infine come il corso dei cambî sia un *indice* così come un indice è — per esempio — il numero dei gradi della temperatura e che l'invocare taluni provvedimenti e, ciò che è peggio, attuarli, è fare come chi modificasse la costruzione del termometro per influire sul caldo e sul freddo.

Ciò premesso, noi porremo un problema, la cui discussione ci avvierà all'argomento che ci siamo proposti di trattare.

Un mercante italiano ha comperato della merce in Inghilterra e deve pagarla. In quale modo egli può soddisfare il suo creditore?

Migliaia di persone risolvono ogni giorno, senza fatica alcuna, con l'ausilio della mirabile organizzazione bancaria internazionale questo problema; esso si presta tuttavia, a riflessioni assai importanti.

La prima considerazione che si presenta allo spirito è che non esiste una *moneta internazionale* il

cui uso permetta al debitore italiano di pagare il creditore inglese. Volgarmente, si attribuisce all'oro, la parte di moneta internazionale, ma è questo uno dei tanti errori dai quali bisogna guardarsi e che sono causa della deplorata confusione.

Vi sono molti paesi che hanno monete d'oro, ma queste monete *in quanto tali,* hanno corso legale soltanto nei paesi ai quali appartengono, cioè, soltanto in detti paesi hanno forza giuridica liberatrice e devono essere accettate dal creditore, a saldo del proprio credito, per il loro valore nominale. Fuori del paese dove hanno corso legale, esse diventano una merce che si può comperare, vendere, contrattare e che ha un prezzo il quale corrisponde al valore *reale* di dette monete, cioè alla loro potenza di scambio con altri beni.

L'equivoco per cui, volgarmente, si dà alle monete d'oro la veste di moneta internazionale, deriva dal fatto che l'oro e le monete d'oro sono merce che più facilmente di ogni altra, si vende in tutti i paesi e non si è dato mai — prima della grande guerra — il caso di un rifiuto di scambio di merce contro una conveniente quantità di oro.

Durante la guerra, nelle condizioni specialissime di rapporti economici internazionali che si erano formate e che in parte durano tuttora, parecchi paesi hanno creduto conveniente, in un certo momento, stabilire che, dei loro crediti internazionali solo una parte potesse venire pagata con dell'oro.

Questi casi si presentano, però, con caratteri così eccezionali, da lasciar certi che non si ripeteranno facilmente. Infatti, alcuni paesi neutri si videro obbligati a chiudere le loro frontiere, almeno par-

zialmente, all'oro, sia perchè le molte limitazioni poste dai paesi belligeranti alle esportazioni, avevano reso impossibile a quei neutri di rifornirsi di taluni generi, senza ottenere prima deroghe alle limitazioni stesse, sia per evitare un deprezzamento della propria moneta (1).

Mancando una moneta internazionale, è invalso l'uso di indicare nei contratti con quale valuta devono venire estinte le obbligazioni che sorgono dal contratto stesso: talvolta, chi vende, mette come condizione che il pagamento si faccia in moneta del suo paese, per quanto, in molti casi, allo scopo di facilitare la vendita, si convenga il pagamento nella moneta del paese del compratore. Non sono nemmeno infrequenti i contratti nei quali venditore e compratore si accordano perchè il pagamento si faccia in una valuta che non è nè quella del paese del compratore, nè quella del paese del venditore. In altri contratti, invece, per eliminare le conseguenze di eventuali variazioni di valore della moneta di carta, i contraenti convengono che il pagamento debba essere fatto in oro od equivalente.

---

(1) In paesi a moneta aurea, dove la coniazione dell'oro è libera senza limitazioni, l'afflusso del metallo giallo, cacciato dai paesi belligeranti, fece aumentare eccessivamente la quantità di moneta in circolazione, provocando una diminuzione di valore della moneta stessa e cioè un rialzo di tutti i prezzi. Questo stato di cose non avrebbe dovuto preoccupare se il commercio di importazione e di esportazione fosse stato libero, perchè in breve si sarebbe ristabilito l'equilibrio. Ma esistevano, pei paesi belligeranti, vincoli e proibizioni di ogni sorta. Così i Governi credettero conveniente intervenire, vietando l'importazione e la coniazione dell'oro ed il cambio dell'oro metallo con biglietti di banca.

Le convenzioni stipulate fra i contraenti per la determinazione della valuta con cui si devono soddisfare le obligazioni derivanti dal contratto, hanno grande importanza, perchè diverse possono essere le conseguenze economiche e giuridiche di uno stesso atto di compra e vendita a seconda che vengono convenute queste o quelle delle suaccennate condizioni. La legislazione dei varî paesi si è anche preoccupata di dettare norme intese a facilitare l'adempimento dei contratti stessi (1).

Tuttavia — come vedremo più innanzi — in virtù specialmente della organizzazione bancaria internazionale, questi varî contratti, considerati dal punto di vista dei pagamenti internazionali — che è quello che particolarmente ci interessa — si possono considerare equivalenti (2).

Facciamo l'ipotesi che il contratto del nostro mercante, gli faccia obbligo di pagare il suo debito in Inghilterra ed in lire sterline. Sua cura, dunque, dovrà essere quella di procurarsi una quantità con-

---

(1) Il codice di commercio italiano, per esempio, all'art. 39, statuisce: « Se la moneta indicata in un contratto non ha corso legale e commerciale nel Regno e se il corso non fu espresso, il pagamento può essere fatto con la moneta del paese, secondo il corso del cambio a vista nel giorno della scadenza e nel luogo del pagamento, e, qualora ivi non sia un corso di cambio, secondo il corso della piazza più vicina, salvo se il contratto porti la clausola di *effettivo* od altra equivalente.

(2) È superfluo osservare che tutte queste considerazione presuppongono una condizione di cose e di rapporti internazionali normali. E la stessa osservazione vale anche per tutto quanto seguirà. Di alcune delle speciali misure adottate durante la guerra e della situazione che ne è derivata ci occuperemo in particolare a suo tempo.

veniente di valuta inglese e farla tenere — alla scadenza convenuta — al suo creditore.

Per procurarsi le lire sterline necessarie, il mercante italiano può spedire dell'oro a Londra, farlo depositare alla Banca d'Inghilterra e far ritirare l'equivalente in moneta inglese, che sarà poi rimessa al suo creditore.

Il mercante può anche cercare in Italia una merce di esito conveniente sul mercato inglese, comperarla, farla spedire in Inghilterra, farla vendere ed impiegare il ricavo per saldare il suo debito.

Può anche verificarsi un'altra eventualità. Facciamo l'ipotesi che l'italiano abbia venduto della merce all'estero, per esempio in Francia e debba colà realizzare un suo credito. Se lo ritiene conveniente, egli, può ordinare al suo corrispondente di Francia, di acquistare merce francese, spedirla in Inghilterra e farla vendere per suo conto, versando poi il ricavo al suo creditore.

Un caso assai comune potrebbe esser questo: che in Italia si trovassero dei mercanti che avessero spedito delle merci in Inghilterra ed avessero, di conseguenza, dei crediti da esigere, del denaro da incassare in tale paese.

Il nostro mercante potrebbe, allora, cercare di farsi cedere, di comperare, uno di questi crediti e realizzarlo per pagare, col ricavo, il suo debito.

Verificandosi tale caso, la risoluzione del problema che abbiamo posto da principio, diventerebbe assai semplice. Il mercante, dovendo pagare il suo debito, cercherebbe anzitutto, di acquistare un credito sull'Inghilterra e solo se non riuscisse a trovare di tali crediti oppure se i possessori di

essi, chiedessero, per la cessione, un prezzo esorbitante, egli troverebbe conveniente di mandare, in Inghilterra, oro o merce d'uso comune.

Il nostro mercante potrebbe anche scegliere un'altra via. Mandare della valuta cartacea italiana in Inghilterra in quantità sufficiente da permettere al suo corrispondente di comperare, alla Borsa di Londra, quel tanto di valuta inglese che è necessario per pagare il suo debitore (1).

Noi abbiamo fatto l'ipotesi che il debito si debba pagare in Inghilterra. Se è pagabile in Italia, la cosa si trova assai semplificata. Il mercante, infatti, troverà, assai probabilmente, comodo ed utile giovarsi della facoltà concessagli dal codice di commercio e pagare in carta italiana, al cambio della giornata.

Ma parecchi dei problemi che abbiamo visto sorgere prima per il mercante italiano, sorgono ora per il venditore inglese. Che cosa farà egli, della valuta italiana rimessagli dal suo debitore? O compererà in Italia della merce, che poi cercherà di vendere in Inghilterra o cercherà in Inghilterra chi abbia da pagare debiti in Italia e voglia comperare la sua valuta o il suo credito, scegliendo la via più conveniente.

Noi abbiamo fatto delle ipotesi limitate a taluni casi particolari; nella pratica, questi casi si presentano in numero imponente. Ogni giorno ed in ogni

---

(1) Fra le disposizioni di guerra adottate dall'Italia, ci fu anche il divieto di contrarre impegni in lire italiane all'estero senza il permesso dell'Istituto dei cambi o comunque di vendere, all'infuori dell'Istituto stesso, valuta italiana all'estero.

paese, vi sono numerose persone che hanno debiti da pagare e crediti da riscuotere all'estero e che hanno interesse di pareggiare, in una forma economica e rapida, la loro partita con l'acquisto o la cessione dei titoli che rappresentano crediti.

Questi titoli, in tal modo, sono diventati una merce, una merce che si quota e si vende in ogni borsa importante ed il cui mercato è quello che si chiama *mercato dei cambi*.

Le banche, coi loro numerosi corrispondenti, sono i collettori ed i distributori di questo nuovo genere di merce e col loro intervento, agevolano grandemente il soddisfacimento della domanda ed il collocamento dell'offerta (1).

---

(1) L'importanza dei titoli di credito, sotto questo particolare punto di vista, è stata rilevata per la prima volta, da un illustre economista francese, nel suo rapporto sul pagamento dell'indennità di 5 miliardi, dovuta dalla Francia alla Germania. — L. Say. *Rapport sur le payement de l'indennité*, ecc., ecc. E veramente, in detto pagamento, i titoli rappresentarono una parte importante. I cinque miliardi vennero infatti così ripartiti:

Compensazioni	325.098.400.00
Biglietti e monete tedesche . . .	742.324.079.03
Lettere di cambio	4.248.326.374.26

E bisogna notare che da mezzo secolo in qua, l'importanza e l'uso delle lettere di cambio è andata aumentando continuamente.

CAPITOLO II.

Crediti e debiti internazionali

Abbiamo veduto nel capitolo precedente, che i pagamenti internazionali si possono considerare come una gigantesca compensazione di debiti e di crediti. Vediamo ora come si formano questi debiti e questi crediti.

Noi abbiamo fatto ricorso ad alcuni esempi, rappresentativi delle più semplici e comuni forme che possono venire assunte dall'atto di scambio.

Ma, nella pratica, queste forme sono svariatissime e complesse; inoltre, uno stesso atto di scambio può svolgersi in fasi distinte ed ognuna di queste presentare una diversa forma. Spesso, la compensazione dei valori scambiati avviene per vie indirette; anzi, nella pratica, avviene quasi sempre per vie indirette. Chi deve fare un pagamento all'estero, difficilmente rinuncia ai vantaggi di comodità e di sicurezza che gli possono derivare dall'intervento di una banca ed è quasi esclusivamente per mezzo delle banche che — nella moderna organizzazione — si compiono le compensazioni in-

ternazionali. Spesso ancora, intervengono i fattori *tempo* e *luogo* e complicano notevolmente le cose.

Un atto di scambio, iniziatosi oggi, può avere il suo compimento fra mesi ed anche fra anni ed il ciclo può chiudersi con un solo atto o con una serie di atti o anche restare aperto indefinitamente.

Oltre alla vendita per contanti, che è un atto di scambio che si chiude immediatamente, abbiamo le vendite a respiro, nelle quali lo scambio si completa solo dopo un certo periodo di tempo: uno, due o tre mesi. Prima della guerra, la grande concorrenza tra le fabbriche tedesche, inglesi e americane aveva fatto diventare comune un tipo di contratto a pagamento rateale, nel quale l'atto di scambio si concludeva con una serie di operazioni parziali, prolungantesi per parecchi anni. Un prestito che uno Stato fa all'estero, può venire rimborsato solo dopo varî anni: se titoli di debito consolidato vengono venduti all'estero e vi rimangono per un tempo indefinito, l'atto di scambio rimane aperto indefinitamente.

Nè, questo atto di scambio, si concreta, necessariamente, nel far passare la frontiera, in un senso o nell'altro, a determinate quantità di merci, sia perchè queste possono venir consumate al di qua o al di là della frontiera, pur restando a carico dell'uno o dell'altro paese, a seconda delle particolari condizioni in cui avviene il consumo, sia perchè può, l'atto, consistere in una prestazione di servigi od altro. Si comprende così perchè le statistiche delle importazioni e delle esportazioni non devono essere prese come indici della massa dei diritti e delle obbligazioni che sorge dal complesso dei

rapporti internazionali. Tutti i ragionamenti sull'indebitamento del paese, ecc., ecc. basati soltanto su dette statistiche, sono privi di fondamento reale. Sarebbe come voler istituire il bilancio di una azienda molto complessa, semplicemente sulle risultanze del conto di magazzino.

Inoltre, finchè consideriamo azioni che nascono e muoiono sul terreno economico, finchè, cioè, consideriamo atti di scambio vero e proprio, noi possiamo essere certi che al principio ed alla fine di ogni atto di scambio, là dove questo ha origine e là dove si completa e cioè termina, troveremo *sempre* una cessione di merce (1).

Ma vi sono impegni che hanno origine fuori del campo economico e che devono pure tenersi nel dovuto conto. In tali casi, la cessione di merce

---

(1) È bene intenderci perchè non sorgano equivoci. — Nel capitolo precedente, noi abbiamo accennato ad una merce nuova: *i titoli di credito, le divise,* ect., insomma i documenti giuridici di una obbligazione la quale dovrà essere soddisfatta, in determinate condizioni di tempo e di luogo.

Questi *titoli,* per i terzi sono una merce, che si compera, che si vende e che non differisce da tutte le altre merci. — Ma rispetto ai contraenti originari, questi *titoli* possono essere un *mezzo* che serve a rendere possibile l'atto di scambio, ma che non lo esaurisce. Lo scambio, infatti, diventa perfetto, completo, quando l'obbligazione di cui il titolo è la rappresentazione giuridica, sia soddisfatta. Epperò, dicendo che all'origine ed alla fine di ogni atto di scambio c'è sempre una cessione di merce, si intende che non possono essere considerati come merci — a questa stregua — quei titoli che, con la loro stessa esistenza, denotano che l'atto di scambio non è stato esaurito. Tutti gli altri beni materiali ed immateriali, rientrano nella definizione compresi i servigi, i diritti d'autore, le privative industriali ect. ect.

non è più bilaterale, non si ha più l'atto di scambio vero e proprio. Si ha, semplicemente, o all'origine od alla fine, una cessione di merce, come corrispettivo di una obbligazione la cui ragione giuridica si trova in un fatto di natura non economica.

Vediamo, ora, se ci è possibile, di raggruppare ordinatamente tutti gli atti che possono far sorgere rapporti di debito o di credito internazionale, cominciando dai più semplici e noti, per passare poi, gradatamente, ai più complessi e meno comunemente avvertiti.

Avremo :

1° vendite e compere per le quali si conviene il pagamento immediato, cioè alla consegna della merce o dei documenti di spedizione od in forme equivalenti;

2° vendite e compere con pagamento anticipato o differito; ma, in quest'ultimo caso, non oltre i termini consentiti dalle consuetudini commerciali;

3° vendite e compere con pagamento parzialmente anticipato (per esempio : un terzo all'ordinazione, un terzo alla spedizione della merce ed un terzo all'arrivo) o con pagamento rateale;

4° vendite e compere di merci per il consumo sul posto da parte di stranieri, o di servigi, ma a vantaggio od a carico del paese di origine del consumatore.

Questa categoria, essendo tra le meno comunemente avvertite, richiede qualche illustrazione. Uno straniero che venga a viaggiare in Italia consuma

qui merci e gode prestazioni di servigi che devono essere pagate dal paese al quale appartiene e che — in un certo senso — si possono considerare come una esportazione verso quel paese.

Un italiano che viaggi all'estero, si può trovare nelle stesse condizioni. L'importante è che tanto l'italiano quanto lo straniero, traggano i mezzi di cui dispongono dal loro paese d'origine, cioè siano a carico di questo.

Il caso di un emigrato italiano che mandi in Italia i suoi risparmi, rientra in questa categoria. Si può considerare questo caso come una esportazione di servigi, la quale venga pagata per una parte coi beni che l'emigrato consuma per il suo sostentamento e per il resto con quello che egli manda in Italia.

Il noleggio di navi italiane da parte di stranieri e il noleggio di navi straniere da parte di italiani si devono pure comprendere in questa categoria. Infatti, la nave si deve considerare come un pezzo di territorio nazionale e lo straniero che vive al suo bordo si trova nelle stesse condizioni di quello che viaggia nel paese di cui la nave porta la bandiera. Analogamente, i rifornimenti che una nave fa in porti esteri, vanno considerati come importazioni e rientrano negli atti di scambio della prima categoria.

5° investimenti di capitale.

Vanno distinti in investimenti a lunga ed a breve scadenza. Gli investimenti a lunga scadenza comprendono i prestiti pubblici e privati fatti a paesi esteri o da paesi esteri; l'acquisto di titoli esteri

o la vendita di titoli nazionali a paesi esteri; le compartecipazioni industriali in imprese estere o di stranieri in imprese nazionali.

Si deve osservare che gli acquisti di titoli esteri o di titoli nazionali da parte di paesi esteri, non sono che forme particolari di prestiti. Naturalmente, nel caso di acquisti di questo genere, perchè sorgano rapporti nuovi di debito e di credito tra i due paesi è necessario che si abbia una effettiva esportazione od importazione di capitali. In realtà se un italiano si limitasse a comperare titoli esteri che già si trovano in Italia od uno straniero comperasse titoli italiani che già si trovano all'estero, la massa dei debiti e crediti dell'Italia verso l'estero non sarebbe per nulla modificata. Non è però necessario che avvenga materialmente una importazione di titoli od una esportazione.

Se si dà ordine ad un banchiere di Parigi di comperare dei titoli francesi e gli si fa rimessa dell'importo corrispondente pur lasciando i titoli in deposito presso di lui, si compie un investimento di capitali che non dà luogo ad importazione di titoli.

Le compartecipazioni industriali si possono, alla loro volta, considerare come un caso particolare dell'acquisto di titoli esteri. Infatti, che degli italiani partecipino alla formazione del capitale di una impresa straniera o acquistino un certo numero di azioni di questa impresa, agli effetti dei rapporti di credito e di debito che si stabiliscono tra i due paesi, è sostanzialmente la stessa cosa. E la stessa serie di operazioni, ma in senso inverso, si ha

quando un gruppo di stranieri partecipa alla formazione del capitale di una impresa italiana.

Negli investimenti di capitale a breve scadenza, si dovrebbero comprendere, a stretto rigore, anche tutte le vendite a termine, che abbiamo elencato nelle categorie seconda e terza. Ma lasciando dette al posto in cui le abbiamo messe, comprenderemo in questa categoria quel genere particolare di operazioni che consiste nell'esportare od importare per un breve periodo di tempo, dei capitali, allo scopo di lucrare sia sulla differenza del tasso di interesse pagato sulle diverse piazze in uno stesso momento, sia sulla differenza di prezzo di una stessa valuta su diverse piazze, sia sulla differenza di prezzo di una stessa valuta e sulla stessa piazza, ma in diversi momenti. Riparleremo in seguito di questa specie di operazioni, che hanno una certa importanza per il mercato dei cambî.

6° interessi di prestiti o, comunque, di capitali che si trovano fuori paese, profitti industriali e commerciali, commissioni, etc., etc. Gli interessi, giunti a maturazione, costituiscono un credito pel paese che li deve riscuotere, un debito per quello che deve pagarli. I profitti industriali e commerciali presentano grande importanza per alcune nazioni che hanno prestato o si sono fatte prestare grandi capitali dall'estero: le commissioni, per quei paesi che, come l'Inghilterra, sono gli intermediari naturali di una grande massa di affari internazionali, possono raggiungere cifre enormi.

7° tributi ed indennità varie, che traggono origine da fatti di carattere non economico. È questa

una categoria di natura tutt'affatto speciale, che comprende le obbligazioni che non nascono da un atto di scambio. Tali sono, ad esempio, le indennità di guerra, i tributi pagati per ragioni di servitù o protezione politica, da piccoli paesi a paesi maggiori ed i sussidi che questi possono concedere a quelli. Le indennità di guerra imposte alla Germania, offrono un esempio perspicuo. Talune di queste obbligazioni possono avere anche origine da fatti di carattere non politico: così ad esempio, la trasmissione di beni da un paese all'altro, per donazione, per eredità, per emigrazione definitiva. È necessario però che avvenga la trasmissione effettiva di beni, non del solo titolo di possesso degli stessi. Se un emigrante va a stabilirsi definitivamente in America, ma lascia in Italia tutti i suoi beni, non havvi mutamento nella massa dei debiti e dei crediti dell'Italia verso l'America. Anche se egli muore e lascia i suoi beni ad un americano. Ma l'alterazione si avrebbe quando, ad esempio, l'erede, facesse vendere i beni ereditati in Italia per disporre del loro equivalente nel paese in cui si trova.

Nelle sette categorie che abbiamo descritto, si possono raggruppare tutti i fatti capaci di far sorgere rapporti di debito e di credito tra i varî paesi, sotto qualunque forma si presentino (1).

---

(1) Alcuni economisti hanno cercato di raccogliere e disporre sistematicamente tutti gli elementi che possono concorrere alla formazione della massa dei debiti e dei crediti di un paese, in modo da formare un vero e proprio bilancio. Tra altri, il Gruber, ha fatto una specie di bilancio per incarico dell'Istituto

Ma agli effetti del mercato dei cambi — cioè dell'oggetto particolare del nostro studio — non tutte le obbligazioni hanno lo stesso valore. Solo

---

Internazionale di Statistica, che si proponeva una rilevazione — non riuscita, purtroppo — dei conti internazionali dei singoli paesi. Esso comprende, tanto all'entrata che nell'uscita, le seguenti categorie:

1° Importazione ed esportazione di merci;
2° Introiti od esiti per il trasporto di merci sulle ferrovie;
3° Introiti od esiti per il trasporto di merci sulle vie di navigazione interna;
4° Introiti od esiti per la marina mercantile;
5° Vendita o compera di navi;
6° Introiti od esiti diversi relativi alla Marina da guerra;
7° Guadagni o perdite del commercio e degli affari industriali;
8° Introiti od esiti dovuti alla immigrazione o alla emigrazione;
9° Circolazione dei viaggiatori;
10° Circolazione dei valori mobiliari;
11° Redditi o spese relative a valori mobiliari;
12° Redditi di proprietà fondiaria, fabbricati o capitali;
13° Circolazione di lettere di cambio, chéques, buoni, mandati, ecc.
14° Introiti ed esiti diversi;
15° Introiti ed esiti di carattere straordinario;
16° Entrata ed uscita di numerario.

Come il lettore avrà rilevato, noi abbiamo considerato le *cause* che possono dar luogo ad elementi del bilancio, mentre nella nota su riportata sono esposti gli elementi stessi che formano la bilancia. Avvicinando gli effetti alle cause, noi vediamo che le categorie 1ª, 5ª e 6ª comprendono fatti che traggono origine dalle cause dei nostri gruppi 1°, 2° e 3°; le categorie 2ª, 3ª, 4ª, 8ª e 9ª dalle cause del gruppo 4°; la categoria 15ª dal gruppo 5°, le categorie 7ª, 10ª, 11ª, 12ª e 13ª dal gruppo 6° e la categoria 14ª si può attaccare al gruppo 7°.

Il prof. Giorgio Mortara, nelle sue *Prospettive Economiche 1921* così compone il bilancio dei nostri scambi con l'estero,

quelle che, per la natura loro, sono capaci di provocare, sul mercato dei cambi, una domanda od una offerta immediata, hanno una influenza *diretta*

---

per le annate del periodo 1909-913. — « *Entrate connesse con l'emigrazione:* 500 milioni di lire, rimesse mediante assegni bancari od ordini di pagamento; 230 milioni, eccedenza dei vaglia postali esteri pagati in Italia sui vaglia italiani pagati all'estero; 60 milioni, eccedenza dei depositi dall'estero nelle casse di risparmio nazionali, sui rimborsi all'estero; 150 milioni, peculi degli emigranti rimpatrianti a vettori italiani; 50 milioni, redditi vari conseguiti all'estero da italiani residenti in Italia e qui trasmessi. In complesso 1030 milioni. Ad ottenere il guadagno monetario netto dell'emigrazione si dovevano però dedurre le *Uscite connesse con l'emigrazione:* 20 milioni di lire, trasmesse agli emigrati mediante lettere od assegni; 65 milioni, peculi degli emigranti partenti; 30 milioni, noli pagati ad armatori esteri; in tutto 115 milioni. Si riduceva, pertanto, a 915 milioni il saldo a favore dell'Italia, negli scambi monetari immediatamente connessi con il fenomeno migratorio. Un'altra importante partita attiva consisteva nelle spese dei forestieri in Italia: circa 600 milioni. Dedotti 100 milioni di spese fatte da italiani in viaggio all'estero, restava un saldo di 500 milioni a nostro favore. Erano da aggiungere alle partite attive, circa 60 milioni di lire di noli, per merci importate ed esportate su navi italiane e 50 milioni d'interessi di capitali italiani investiti all'estero, mentre al passivo si doveva tener conto di 40 milioni di redditi vari conseguiti da stranieri in Italia e trasmessi all'estero, di 60 milioni d'interessi del debito pubblico pagati e rimasti all'estero, di 160 milioni d'interessi, trasmessi all'estero, di capitali stranieri investiti in Italia. In complesso, da queste partite risultava un credito di 150 milioni a favore dell'estero. Le categorie d'entrate e d'uscite enumerate dianzi lasciavano un saldo di 1265 milioni di lire a favore del nostro paese, cui si contrapponeva un saldo, a sfavore di esso, di 1250 milioni negli scambi di merci; si raggiungeva così, approssimativamente, l'equilibrio, a prescindere dal movimento degli investimenti di capitali stranieri in Italia e di capitali italiani all'estero ».

ed *attuale;* le altre possono avere una influenza indiretta che — come vedremo — può essere maggiore o minore secondo le circostanze.

« La bilancia dei pagamenti dipende dalle negoziazioni che debbono essere compiute in breve, non già da quelle che per comune consentimento, sono tenute in aspettativa per lungo termine... » scrive il Goschen nella sua classica opera ed il prof. Jannaccone, dopo aver rilevato essere « ...evidente che il totale dei debiti e dei crediti, creati o esistenti tra due paesi in un dato istante di tempo non è necessariamente lo stesso del totale dei debiti e crediti venuti a scadenza... e pei quali, da una parte e dall'altra si richiedono mezzi di pagamento... » osserva : « ...È il saldo della bilancia dei pagamenti che ad ogni istante influisce sul cambio, in quanto determina la domanda e l'offerta presente delle divise. Lo stato della bilancia dei conti governa però le previsioni sulla domanda e l'offerta futura e perciò esercita anch'esso una azione mediata sul cambio » (1).

Questo punto ha una importanza fondamentale e deve essere ben chiarito. In realtà, i crediti di ogni specie e scadenza possono essere offerti in vendita e trovare dei compratori. Nei momenti difficili di panico o di crisi, tutti i crediti sul paese pericolante vengono messi in vendita ed a tutte le condizioni. Ma in tempi normali le cose procedono diversamente; in ogni modo, sul mercato dei

(1) GOSCHEN : *La teorica dei cambi esteri* in « Biblioteca dell'Economista ». — Volume II della serie IV. — P. JANNACCONE : *Relazioni tra commercio internazionale, cambi esteri e circolazione monetaria...* in « Riforma Sociale », dicembre 1919.

cambî possono trovar compratori soltanto talune specie di crediti, cioè quelli che, per la natura loro, soddisfano al particolare bisogno dei compratori che si rivolgono a quel mercato. Questo bisogno è, non dimentichiamolo, quello di trovare *un mezzo di pagamento*. Ma perchè dei crediti possano servire a tale scopo devono essere rappresentati da titoli di facile, sicura e poco onerosa trasmissione e di natura tale da far certi del pronto ed agevole *realizzo di una somma determinata*. Insomma, qualunque sia la forma che gli usi e la pratica hanno dato loro, devono avere la sostanza e la forza giuridica di un ordine di pagamento.

Ritorniamo, per meglio intenderci, al caso del nostro mercante e facciamo una prima ipotesi. Se egli trova, in Italia, della carta monetata inglese, può ritenere conveniente di farne l'acquisto e l'invio al suo creditore.

La valuta cartacea, nei riguardi del paese di emissione, si può considerare come un titolo di credito a carico del paese stesso e titolo di credito di primissimo ordine e come tale viene quotato e contrattato sui mercati internazionali.

Ma se non trova carta monetata o l'acquisto di questa non gli pare conveniente, magari per i pericoli o le difficoltà che l'invio di essa può presentare, il mercante può preferire un ordine di pagamento su una banca inglese o, in mancanza di questo, delle cambiali o delle tratte su case note per importanza e credito, ecc., ecc.

In tutti questi casi, il còmpito suo si limiterebbe all'acquisto del titolo ed all'invio di esso nonchè

— eventualmente — al pagamento di una piccola provvigione per l'incasso.

Facciamo ora una seconda ipotesi e supponiamo che il nostro mercante, avendo disponibili o potendo procurarsi a buon patto, dei titoli di debito pubblico inglese o delle azioni industriali ben note e ben quotate e — di conseguenza — facilmente collocabili in Inghilterra, pensasse di servirsene per pagare il suo debito.

È evidente che egli si troverebbe a compiere delle operazioni di natura ben diversa da quelle dei casi precedentemente accennati. Il suo impegno, le sue preoccupazioni, le alee e le spese alle quali dovrebbe sottostare, non avrebbero termine con l'invio dei titoli. Egli dovrebbe anche curarsi della vendita dei titoli stessi, poi vedere se il ricavo corrisponde all'ammontare del suo debito e, a seconda della necessità, integrarlo o dare disposizioni per l'impiego della eventuale eccedenza.

Scegliendo di pagare il suo debito in questa forma, egli si troverebbe — è facile vedere — nelle condizioni stesse che se avesse ritenuto opportuno di procurarsi i mezzi di pagamento inviando in Inghilterra e facendo vendere colà per suo conto, una qualsiasi partita di merce.

Epperò, risulta da tutto ciò, che i titoli considerati nell'ultima ipotesi, se — come qualsiasi altra merce — possono essere un modo per procurarsi dei mezzi di pagamento, non sono dei mezzi di pagamento essi stessi e la loro esistenza non può — di conseguenza — avere, sul mercato dei cambi, influenza maggiore e diversa di quella che avrebbe l'esistenza di merce qualsiasi atta alla

esportazione. E cioè, possono, se venduti ed esportati, dare origine a titoli di credito capaci di avere influenza *diretta* ed *attuale* sul mercato dei cambi, ma non ne hanno affatto per se stessi (1).

Veniamo ora ad una terza ipotesi e consideriamo il caso in cui questi titoli del debito pubblico o questi titoli industriali, fossero rimborsabili per una somma determinata ed il mercante se ne servisse al momento stabilito per il loro rimborso. Giunti i titoli in Inghilterra, non sarebbe più necessario cercare di venderli al meglio: basterebbe presentarli alle casse dello Stato od a quelle della società che li ha emessi, per ottenere il pagamento della somma da essi rappresentata. E ci ritroveremmo con-

(1) Si legge talvolta che questo o quest'altro paese esporta dei titoli del proprio debito pubblico per saldare la bilancia dei pagamenti internazionali. Ora, questa è una forma molto impropria di esprimersi e può generare l'equivoco che i titoli del debito pubblico siano strumenti particolarmente atti al pagamento di debiti internazionali. Il che, come abbiamo veduto, non è: il paese che esporta titoli del suo debito pubblico fa un prestito, se riguardiamo alla sostanza della cosa e se riguardiamo alla forma, fa un atto di vendita, così come se esportasse una qualunque merce. — Il Goschen, parlando dei titoli americani in possesso degli inglesi scrive: «... Questi titoli sono articoli di commercio, importatici in Inghilterra dall'America, i quali, all'epoca della loro importazione operano sui cambi nello stesso modo dei cotoni venuti dal medesimo luogo...». E Achille Loria, il chiarissimo economista nostro, osserva che «... i titoli non sono... che una merce, la quale è prescelta dal paese debitore per essere deprezzata e così offerta al paese straniero in una quantità addizionale: ed è la elevazione stessa del saggio dell'interesse, che segue immediatamente ad un bilancio sfavorevole, quella che deprezza i titoli e ne rende più facile la esportazione a saldo delle merci». — Loria: *Il valore della moneta.*

dotti in condizioni analoghe a quelle della prima ipotesi e dovremmo dedurne che, in taluni casi, anche i titoli della specie considerata nella seconda ipotesi possono servire come mezzo di pagamento ed avere, quindi, una influenza *diretta* ed *attuale* sul mercato dei cambi.

Tutto questo fa sorgere, spontanea, una domanda: come distinguere dagli altri i titoli che possono servire come mezzo di pagamento; come conoscerli?

Per rispondere a questa domanda, consideriamo, ad esempio, un gruppo di cambiali pagabili in Inghilterra, per l'ammontare di 1000 sterline (titoli della prima ipotesi) — un gruppo di titoli del debito pubblico inglese e di azioni industriali, il cui valore presumibile, ai corsi della Borsa di Londra, sia di 1000 sterline (titoli della seconda ipotesi) — una partita di merce che si presuma possa essere venduta in Inghilterra per 1000 sterline (caso della seconda ipotesi) — un gruppo di buoni del tesoro e di obbligazioni industriali in scadenza e di cedole di interessi maturati e pagabili a presentazione, per un valore complessivo di 1000 sterline (titoli della terza ipotesi).

Noi vediamo subito che il primo e l'ultimo gruppo hanno un valore, in lire sterline, che è certo, determinato, indipendente dalle variazioni di prezzo che possono verificarsi sui mercati inglesi; mentre i due gruppi della seconda ipotesi, possono avere soltanto un valore presumibile ed in dipendenza diretta, appunto, delle variazioni dei prezzi che potranno verificarsi sui mercati dove saranno posti in vendita.

In questa differenza sta il criterio che cerchiamo e solo quei titoli di credito che assicurano il realizzo di una somma determinata possono servire come mezzo di pagamento ed hanno influenza immediata sul mercato dei cambi. Appunto come avevamo detto (1).

Riprendiamo ora in esame le categorie già descritte.

Le operazioni della prima categoria danno luogo ad una immediata domanda di credito dell'Italia verso l'estero o ad una immediata offerta, a seconda che si tratta di compera o di vendita.

La seconda categoria comprende operazioni che vanno considerate distintamente. Se il mercante italiano compera con l'impegno del pagamento anticipato, si ha una immediata domanda di credito dell'Italia verso l'estero. Se vende, si ha una immediata offerta.

Se compera con la clausola del pagamento differito, rilascerà, probabilmente, una cambiale a scadenza determinata o accetterà una tratta per la stessa scadenza. In questo caso si avrà una immediata domanda di credito, quando il venditore trovi conveniente cedere in Italia la cambiale o la tratta al valore *attuale*, cioè trovi conveniente farla scontare in Italia. Naturalmente, questa domanda di credito sarà inferiore all'importo nominale della

---

(1) È partendo da un ordine analogo di considerazioni che il Jannaccone osserva che occorre distinguere tra la bilancia dei debiti e dei crediti, che chiama *bilancia dei conti* e quella dei pagamenti; quella che conta, agli effetti del mercato dei cambi, è solo quest'ultima. « Riforma Sociale », dicembre 1919.

cambiale e precisamente di quel tanto che corrisponde all'onere dello sconto. Se la cambiale o la tratta non vengono scontate in Italia, si avrà una domanda di credito per l'intero importo alla scadenza della stessa.

Se il mercante italiano vende a pagamento differito, si avrà una offerta immediata di credito dell'Italia verso l'estero se egli crede conveniente di scontare la cambiale in Inghilterra o una offerta alla scadenza se avrà preferito tenerla in portafoglio.

Nei casi della terza categoria si avrà una serie di domande o di offerte di credito in corrispondenza delle quote del pagamento.

Le conseguenze di un contratto con pagamento rateale possono essere analoghe, cioè consistere in una serie di domande o di offerte di credito in corrispondenza alle varie rate. Ma possono essere anche molto diverse a seconda di particolari circostanze che occorre qui ricordare. Per esempio, il venditore può farsi rilasciare delle cambiali corrispondenti alle varie rate e trovar conveniente di passare allo sconto tutte quelle che sono *bancabili*, cioè con scadenza non superiore a tre od a sei mesi ed in taluni casi anche a nove mesi, e ciò indipendentemente dal numero delle rate a cui l'importo complessivo di queste cambiali corrisponde. In tale caso si avrà una domanda immediata di credito, alla quale seguiranno delle altre, di numero ed importanza imprecisabile perchè tutto dipenderà dalla convenienza o meno del possessore delle cambiali di scontarle e dalla possibilità che egli avrà di far questo.

Il venditore può anche farsi rilasciare una cambiale per l'intero ammontare, con l'impegno di rinnovarla alla scadenza con una minorazione pattuita. E può essersi convenuto che alla prima rinnovazione ne seguano altre, con corrispondenti minorazioni e ciò sino all'estinzione completa del debito.

In tale caso, se il venditore non sconta la cambiale, si ha una serie di domande di credito, corrispondenti alle minorazioni successive; ma se il venditore passa le cambiali allo sconto, può seguirne una serie molto complessa di azioni. Si avrebbe, in un primo tempo, una domanda di credito corrispondente al valore attuale della cambiale scontata, poi, alla scadenza, una offerta di credito corrispondente all'importo della cambiale diminuito della minorazione convenuta, poi una nuova domanda per il passaggio allo sconto della cambiale rinnovata, ecc., ecc.

Questo caso del pagamento a rate, dimostra come una stessa operazione di compera e di vendita possa avere ripercussioni diversissime sul mercato dei cambi.

Si tenga presente poi che, a rendere ancor più complesse e varie le conseguenze degli atti di queste prime tre categorie, intervengono anche le pattuizioni particolari che possono statuirsi tra venditore e compratore e delle quali abbiamo fatto cenno nel capitolo precedente, relative alla valuta con la quale deve essere fatto il pagamento ed al luogo in cui la cambiale deve essere pagata.

Per i casi della quarta categoria, noi abbiamo una domanda di credito nell'atto in cui viene stac-

cata la lettera di credito a favore del viaggiatore italiano che va all'estero; se si tratta di un viaggiatore straniero che viene in Italia si ha invece una offerta di credito. Ed una offerta di credito si ha pure ogni qualvolta l'emigrato fa un invio di risparmi in Italia.

I noli pagati a navi straniere, danno luogo ad una immediata domanda di credito e lo stesso avviene per i rifornimenti a navi italiane in porti stranieri. Invece i noli pagati da stranieri a navi italiane e le forniture a navi straniere fatte in porti italiani, danno luogo ad una offerta di credito.

Nella quinta categoria, abbiamo esaminato gli investimenti di capitale a lunga ed a breve scadenza. Questi investimenti di capitale, qualunque sia la forma che assumono, danno luogo ad una immediata offerta di credito da parte del paese che riceve il prestito, offerta che è l'effetto del prestito stesso. Seguono poi, da parte di questo paese, delle domande di credito, in corrispondenza agli interessi che maturano ed alle quote di rimborso.

Quanto alle operazioni considerate nella sesta categoria, la loro semplicità non può far sorgere equivoci. Il pagamento di una indennità, di un sussidio, di un tributo, di una eredità, dà luogo ad una domanda di credito da parte del paese che paga, al paese che riceve.

La partenza di numerosi emigranti, ognuno dei quali porta con sè un piccolo peculio, dà luogo ad una emigrazione di capitale e quindi ad una domanda di credito verso l'estero da parte del paese che gli emigranti abbandonano.

Così noi abbiamo veduto come, dalle vicende economiche e politiche di ogni genere, abbiano origine rapporti di debito e di credito tra i vari paesi e come ed entro quali limiti questi rapporti provochino sul mercato dei cambi, una offerta od una domanda di crediti negoziabili.

Abbiamo in tal modo raccolto tutti gli elementi necessari per procedere alla ricerca ed alla determinazione delle leggi che dominano il mercato dei cambi e concorrono alla formazione del rapporto di scambio tra i vari crediti, cioè del loro prezzo.

CAPITOLO III.

Le parità monetarie

La terminologia dei cambi non presenta difficoltà particolari, ma coloro che non hanno famigliarità con questa materia, devono usare una certa attenzione.

L'importante è di ricordare sempre che il cambio è un prezzo, cioè il primo termine di una equazione nella quale il secondo termine è costituito da una quantità nota ed invariabile che è l'equivalente di scambio del prezzo stesso. Questo secondo termine, appunto perchè invariabile e noto, viene di solito sottinteso, ma la cifra che esprime il prezzo non avrebbe nessun significato senza di esso.

Ad esempio, quando io dico che il cambio con la Francia è di 140, sottintendo il secondo termine dell'equazione, che in questo caso è rappresentato da 100 franchi francesi. L'equazione completa, si dovrebbe scrivere in questo modo:

Lire ital. 140 = 100 franchi francesi

e significa che il prezzo di 100 franchi francesi è di lire italiane 140.

Le Borse italiane ed in genere tutte le Borse continentali usano esprimere, nei listini dei cambî, il prezzo, in moneta nazionale, delle valute estere contrattate. E così appunto, nell'esempio su accennato, il prezzo di 140 è espresso in lire italiane, mentre il termine sottinteso è l'equivalente quantità di valuta straniera, cioè 100 franchi francesi.

La Borsa di Londra, per molti prezzi, fa eccezione a tale norma generale e l'equazione è formata in modo da assumere come termine noto ed invariabile la sterlina, esprimendo l'altro termine il prezzo di essa sterlina nella valuta quotata. Così, mentre nei listini di Borse continentali si trova, ad esempio, per quanto riguarda i cambî con gli Stati Uniti d'America, la indicazione del prezzo del dollaro in moneta nazionale, (lire, franchi marchi, eccetera), nel listino della Borsa di Londra il prezzo del dollaro non c'è e si trova invece la indicazione del prezzo della sterlina espresso in dollari.

La interpretazione corretta dei listini richiede, in ogni modo, una certa pratica e la conoscenza degli usi della Borsa a cui il listino appartiene.

Coloro che non hanno una certa famigliarità con l'uso dei listini e dei prezzi in essi indicati, cadono anche facilmente in un errore contro il quale crediamo non inutile mettere in guardia i nostri lettori.

Accade sovente di sentir dire, ad esempio, che il cambio con la Francia essendo di 140, la nostra moneta perde il 40 % sulla moneta francese, cioè vale solo i 60/100 di quella. Ciò non è affatto vero e per convincersene basta invertire i termini dell'equazione e cioè invece di dire che il prezzo di 100 franchi francesi è di 140 lire italiane, dire —

cosa sostanzialmente identica — che il prezzo di 140 lire italiane è di 100 franchi francesi. Il quesito: quale sarà il prezzo di 100 lire italiane?... viene risolto con la proporzione seguente:

$$140 : 100 = 100 : x$$

$$x = \frac{100 \times 100}{140} = 71,43$$

Il prezzo di 100 lire italiane è dunque di franchi 71,43 al cambio di 140 e la perdita non è del 40 % ma del 28,57 soltanto.

Non crediamo sia qui necessario soffermarci su quella che si potrebbe chiamare l'*aritmetica dei cambî*, sia perchè essa non presenta difficoltà di sorta anche per chi sia fornito di coltura appena elementare, sia perchè il lettore desideroso di trovare esempi dettagliati in proposito, può consultare qualunque libro di computisteria o di aritmetica applicata all'amministrazione.

C'è invece un'altra questione sulla quale dobbiamo trattenerci: *quella delle parità monetarie.*

Si attribuiscono, ordinariamente, tre sorta di valore alla moneta: *legale, commerciale* e *reale.* Si chiama valore reale od intrinseco quello del metallo fino contenuto nella moneta; il valore legale, di tariffa o estrinseco, è quello assegnato per legge, in relazione al fino contenuto ed alla spesa di coniazione; il valore commerciale o *corso* è quello che si stabilisce nelle borse e risulta dai listini per la permuta con altre monete (1).

---

(1) MONDINI: *Aritmetica applicata all'amministrazione.*

A questi concetti nulla ci sarebbe da opporre se le monete fossero tutte d'oro o tutte di argento e se non ci fossero monete di carta, col relativo corso forzoso.

Ma essendovi monete di argento e d'oro, non si può dire che la legge assegna il valore legale in relazione al fino contenuto, perchè il valore di questo fino muta continuamente col mutar del valore di mercato e se, per esempio, quando l'oro vale 15 volte e 1/2 più dell'argento — che tale è il rapporto assunto per base dall'Unione Monetaria Latina — è vero che il fino contenuto nel pezzo d'oro da 20 lire vale effettivamente 20 volte quello del fino che — secondo la convenzione — dovrebbe essere contenuto nella lira d'argento, ciò cessa di essere vero appena l'oro vale di più o di meno, in confronto dell'argento, del rapporto segnato.

Sarà quindi necessario rettificare il concetto del valore legale e dire semplicemente che esso è *quello che risulta dalle equazioni di parità fissate dalla legge* con le altre monete. Così, per esempio, l'equazione della parità legale tra la lira italiana e la sterlina essendo

$$1 = 25{,}22$$

noi potremo dire che il valore legale della sterlina è di lire italiane 25,22 qualunque sia il valore dell'oro rispetto all'argento ed anche se — come nel momento attuale — la lira è di carta.

Anche il concetto di *valore reale* deve essere modificato. Il valore reale di una moneta dà luogo ogni momento a manifestazioni concrete che non si accordano con la definizione su riportata. Du-

rante la guerra, paesi a monometallismo aureo, come la Svezia e la Norvegia, si trovarono costretti, per ragioni speciali, a porre dei limiti alla coniazione dell'oro. E ne venne una certa relativa rarità nelle monete ed un deprezzamento dell'oro metallo in confronto all'oro moneta. E nessuno avrebbe dato monete d'oro contro oro in base al peso del fino contenuto nelle monete stesse, il che dimostra che le monete avevano un *valore reale* superiore a quello dell'oro in esse contenuto.

Ancora: noi abbiamo, oggi, in Italia, il corso forzoso e la moneta di carta. Secondo il concetto esposto, il valore reale della lira dovrebbe essere zero, perchè tale, all'incirca, si può considerare il valore della materia di cui sono composti i biglietti. Ma se il valore reale della lira fosse zero, nessuno saprebbe che farne, mentre invece queste monete servono ancora per i normali bisogni nostri. Nè si dica che la lira vale perchè c'è il corso forzoso; se così fosse il suo valore reale dovrebbe coincidere con quello assegnatole dalla legge, il che invece non è.

Il valore reale della lira deriva da un altro fatto: si deve alla sicurezza che ognuno di noi ha di poterla scambiare contro una certa quantità di beni. La lira vale perchè è per noi il *titolo rappresentativo* di detta quantità di beni; il giorno in cui questa quantità diventasse così piccola da riuscire imponderabile, la lira cesserebbe di avere un *valore reale*, di valere qualche cosa e la legge non potrebbe far nulla, come non ha potuto far nulla per gli assegnati francesi o per i rubli bolscevichi o per le corone austriache. Diremo dunque che il *valore*

reale di una moneta non è altro che la sua *potenza di acquisto,* cioè il valore delle merci contro cui può essere scambiata.

In tempi normali, quando il commercio internazionale è libero e con un sistema monetario sano, il valore del fino contenuto in una moneta metallica tende a coincidere col valore reale della moneta e se vi sono divergenze tra i due valori, queste sono lievi, temporanee ed hanno come effetto di provocare azioni che tendono ad eliminare le cause delle divergenze; ma di ciò diremo a suo tempo. — Quello che, per il momento, importa rilevare è che il valore reale della moneta non va confuso col valore della materia di cui la moneta stessa può essere composta.

Precisato così che il valore legale della moneta è quello ad essa assegnato dalla legge e che il valore reale è quello misurato dalla capacità di acquisto della moneta, vediamo quali relazioni possono correre tra i vari valori.

Osserviamo, in via preliminare, che gli scambî tra una qualsiasi moneta e le varie merci, come tra più monete tra di loro, avvengono in base al valore o ai valori reali. Il valore commerciale della moneta non può dunque essere altro che la rappresentazione pura e semplice del suo valore reale; la espressione di esso in moneta diversa. E così è infatti e se i prezzi dei cambî non coincidono perfettamente coi valori reali è perchè essi — a stretto rigore — non sono la equazione dei valori commerciali della moneta, ma quella dei valori commerciali dei titoli di credito che vengono usati in surrogazione della moneta stessa.

Vi sono però casi e condizioni di fatto eccezionali, in cui tra il valore reale ed il valore commerciale di una data moneta si formano differenze notevoli per misura e durata, differenze che — come vedremo a suo tempo — dànno luogo a fenomeni di grande importanza.

Le parità legali sono determinate in base ai rapporti di valori reali, supposti od effettivi, del momento in cui avviene la determinazione. Nelle condizioni d'ipotesi assunte come base dalla legge, la equazione delle parità legali e quella delle parità reali si identificano. Così nel caso della sterlina e della lira italiana, l'equazione della parità legale è, come si è visto:

1 sterlina = 25,22 lire italiane.

Nelle condizioni supposte dalla convenzione della Unione Monetaria Latina, il valore reale delle due monete, espresso in lire italiane, è di L. 25,16 per la sterlina e di L. 0,9978 per la lira italiana. Il rapporto tra i due valori reali è dato dalla equazione seguente:

$$\frac{25,16}{9,9978} = 25,22$$

per cui l'equazione della parità reale è identica a quella della parità legale.

In queste condizioni anche l'equazione del prezzo dei cambî tende ad identificarsi con quella della parità legale, cioè i prezzi dei cambi tendono *alla pari*.

Ogni discordanza tra la realtà e le condizioni assunte come base dalla legge, che si ripercuota sui valori reali delle due monete, allontana più o meno le due equazioni e fa divergere più o meno i cambi dalla pari.

CAPITOLO IV.

Il prezzo dei cambi

Possiamo ora procedere alla ricerca delle leggi che dominano il mercato e vedere in qual modo si formano i prezzi e come variano.

Il problema si può mettere in questi termini: si abbia una lettera di cambio qualunque, per un valore, ad esempio, di 100 sterline, equivalente, alla pari, a lire italiane 2522. Per quali ragioni il prezzo di questa cambiale può salire al disopra o scendere al disotto delle lire 2522 che rappresentano la parità legale?

Tra i fattori che concorrono alla formazione del prezzo, alcuni possono essere proprî della cambiale considerata o della categoria alla quale essa cambiale appartiene e questi noi chiameremo fattori *intrinsechi;* altri saranno affatto estranei alla natura, ai caratteri ed alla qualità della cambiale e quelli noi chiameremo fattori *estrinsechi.*

Soffermiamoci, anzitutto, sui fattori *intrinsechi.*

Chi deve comperare una cambiale, guarda, prima che ad ogni altra cosa, alla firma; cioè consi-

dera il credito e la solvibilità di chi devé rispondere del pagamento della cambiale stessa. Se costui è uno sconosciuto o se è di solvibilità dubbia, la cambiale non troverà compratori o li troverà solo ad un prezzo così vantaggioso per l'acquirente da allettarlo a correre il rischio derivante dalla scarsa notorietà o dallo scarso credito di chi deve pagarla (1).

Ma la firma può essere oggetto di esame sotto un punto di vista meno soggettivo, più generale. Indipendentemente dalla loro solvibilità e dal loro credito, il traente e l'accettante possono essere delle piccole case commerciali, di importanza esclusivamente locale e note solo nella città che è sede dei loro traffici o nell'ambiente particolare del ramo di commercio in cui l'attività loro si esercita. Oppure possono essere grandi case, di importanza nazionale o mondiale, con un giro d'affari cospicuo, un capitale ragguardevole ed una notorietà favorevole che si estende ad un ambiente assai vasto.

Ora, vi sono, nel commercio di esportazione, taluni rami che, per la natura loro, esigono grandi capitali e si concentrano quindi in case poderose

---

(1) « ... l'estensione colla quale la solvibilità ed il credito del traente come dell'accettante della cambiale influiscono sul valore di questa cambiale ed in conseguenza sul prezzo del cambio al quale sarà venduta, non esige molte spiegazioni. Il credito è un importantissimo elemento nel prezzo dei cambi, e ciò è talmente notorio fra coloro che fanno affari internazionali che il prezzo al quale le case di esportazione possono vendere le loro cambiali estere è guardato come una prova sicura del credito di cui godono tra i loro vicini... » Goschen, op. citata, pagina 28.

ed altri che invece si mantengono frazionati e nelle mani di case di importanza affatto locale e secondaria. Esempi del primo genere sono dati dalle sete e dai cotoni; esempi del secondo sono offerti da alcune derrate agricole o generi alimentari (1).

È evidente che il compratore pagherà volontieri qualche cosa di più per le cambiali della prima categoria che non per le cambiali della seconda.

L'organizzazione bancaria, che si è molto sviluppata negli ultimi cinquant'anni, ha attenuato notevolmente l'importanza di tali elementi : quando l'acquisto di un credito sull'estero avviene per il tramite di una banca, il buon nome di questa è — di consueto — garanzia sufficiente per il compratore.

È un lato della questione che va messo in luce, specialmente in questi tempi, nei quali è diventato di moda strillare contro gli intermediarî. Chi scrive, è d'opinione che le banche abbiano una

---

(1) Il Goschen cita il caso della Svezia e della Norvegia e quello delle Indie Orientali e della Cina. « La Svezia e la Norvegia, per esempio, quando han da fare rimesse all'estero, incontrano grandi difficoltà nel trovare altre cambiali che non siano quelle tratte pel legname da costruzione (loro principale articolo di esportazione) o pei noli guadagnati dalle loro navi. Esse si trovano impacciate nelle loro importazioni per la difficoltà di far rimesse con quelle che chiamansi cambiali riconosciute di primo ordine. » — « ... dalle Indie Orientali e dalla Cina, dove i principali articoli di esportazione sono di gran valore e dove, per la necessità di larghi capitali occorrenti a portare sul mercato quei prodotti, gli affari sono più che altrove concentrati in ricche case di commercio, le cambiali sono in grande estensione tratte per grosse somme e sopra ditte europee di primo ordine ». Goschen, op. cit. p. 17.

grande funzione di democrazia e questo è uno dei casi che dimostrano la fondatezza di tale opinione. È evidente, infatti, per quello che abbiamo osservato, che l'intervento delle banche favorisce, soprattutto, gli esportatori di minore importanza.

L'altro punto sul quale chi deve comperare una cambiale, sofferma la sua attenzione, è la scadenza. La cambiale è una promessa di pagamento e questa promessa può essere di pagamento immediato o di pagamento differito. Si dice che la cambiale è *a vista,* quando deve essere pagata all'atto della presentazione; si dice che è *a lunga scadenza* quando il pagamento si può pretendere solo dopo un determinato periodo di tempo: 30 giorni, tre mesi, ecc. Cambiali a vista e cambiali a lunga scadenza non possono avere lo stesso prezzo.

L'essenza di un commercio di cambiali estere è il pagamento immediato di una somma in un dato luogo, per ottenere la facoltà di disporre di una somma equivalente in un paese diverso. Ma i due atti sono differenti a seconda che la disponibilità della somma è immediata o differita.

In quest'ultimo caso si ha, in più e di diverso, una anticipazione di denaro, per un tempo considerevole. A stretto rigore, in ogni operazione di cambi, si ha una anticipazione di denaro; se non che quando la cambiale è a vista, di questa anticipazione non si tiene conto in modo particolare e l'onere che ne deriva al compratore, così come il vantaggio che ne trae il venditore, si confondono — generalmente — con gli altri fattori del prezzo. Ma quando la cambiale è a lunga scadenza. la cosa è diversa. Il compratore della cambiale rinun-

minore la sicurezza. Inoltre, obbliga a tener conto delle condizioni economiche e politiche generali presenti e future e le incertezze inerenti a queste previsioni, potranno diventare un nuovo elemento di depressione del prezzo. Perchè, evidentemente, in un'epoca di tranquillità mondiale e quando sia possibile contare su di un pacifico svolgimento degli affari, il prezzo potrà essere maggiore che non in un periodo di turbamenti, di crisi, di incertezze politiche ed economiche.

Oltre alle cambiali a vista ed a lunga scadenza, vi sono delle cambiali che per la forma si identificano con le prime, mentre che, per la sostanza, si accostano alle seconde. Si tratta delle cambiali a vista ma pagabili su paesi molto lontani e che non possono, di conseguenza, venire incassate prima di un certo periodo di tempo. Agli effetti del prezzo, queste cambiali si comportano come quelle a lunga scadenza e gli interessi vengono detratti in una misura fissata dalle consuetudini delle varie piazze.

Riassumendo: nelle cambiali a lunga scadenza od assimilabili, il prezzo si determina sulla base del *valore attuale* della cambiale, diminuito di una quota che è più o meno grande a seconda che, nel momento preso in esame, è più o meno grande la influenza degli altri fattori su ricordati.

È chiaro poi che le differenze di prezzo che si hanno tra cambiali a vista e cambiali a lunga scadenza, per effetto dei fattori esaminati, traggono origine dalla differente qualità delle cambiali offerte in vendita e *sussisterebbero* quand'anche fos-

sero nulli tutti gli altri fattori che possono agire sul mercato dei cambi.

E veniamo ai fattori che abbiamo chiamato *estrinsechi*. Non derivano, come abbiamo detto, dalla qualità delle cambiali, per quanto non si possa asserire che questa sia indifferente all'intensità con cui la loro influenza può farsi sentire e sono assai meno determinabili, nella natura e negli effetti, di quei fattori intrinsechi di cui ci siamo finora occupati.

Per i fattori intrinsechi, nella semplice descrizione della cambiale, noi troviamo enunciate le ragioni principali delle differenze di prezzo; per gli altri, invece, dobbiamo portar l'esame su fatti d'indole generale dei quali non sempre è possibile valutare la importanza e le conseguenze (1).

Questi fatti si possono distinguere in due categorie, a seconda che appartengono al campo dei pagamenti internazionali od a quello delle condizioni monetarie dei paesi interessati. E, per intenderci meglio, daremo un nome diverso alle variazioni dei prezzi dei cambi nel caso in cui abbiano origine da fatti della prima categoria e nel caso in cui abbiano origine da fatti della seconda, chiamando queste *alterazioni delle parità monetarie reali* e quelle *fluttuazioni del prezzo dei cambi*.

---

(1) « Quando vi è una moneta d'oro in ambedue i paesi, il calcolo è relativamente facile, sebbene il problema diventi in qualche modo più complicato se a lato dell'oro esiste una larga circolazione cartacea. Fra due paesi dei quali l'uno ha la circolazione in oro e l'altro in argento, il paragone diventa ancor più complicato, ma è inutile sperare qualche risultato quando uno dei paesi ha carta inconvertibile ». Goschen, op. cit. pag. 28.

Con ciò intendiamo senz'altro stabilire, che soltanto queste ultime dipendono dalle condizioni del *mercato dei cambi vero e proprio*, cioè dalle vicende della offerta e della domanda di mezzi di pagamento internazionali.

Delle *alterazioni* diremo diffusamente in seguito; è necessario però, sin da questo momento, spiegarne la natura, perchè si possa più facilmente comprendere che cosa le distingue dalle *fluttuazioni*.

Noi abbiamo veduto che cosa deve intendersi per *parità legale* e per *parità reale* tra due monete. La prima è l'equazione dei valori assegnati alle stesse dalla legge e la seconda è l'equazione dei valori reali delle due monete. Abbiamo veduto anche che, nei pagamenti internazionali, le monete tendono a scambiarsi in base al loro valore reale.

Epperò, quando, nel commercio di una cambiale, il prezzo di questa deve essere espresso in moneta diversa da quella in cui la cambiale deve venire pagata, il prezzo stesso si formerà sulla base della parità reale.

Ora, finchè l'equazione della parità reale e quella della parità legale si identificano, ciò non ha nessuna importanza pratica; ma quando le due equazioni sono diverse, si hanno conseguenze molto importanti.

Sia una moneta A del valore legale di 10 B e del valore reale di 9 B ed una moneta B del valore reale di 0,9 B, supponendosi che la differenza di un decimo esistente tra i valori legali ed i reali sia quella fissata dalla legge per i diritti di coniazione.

L'equazione della parità legale sarà : $A = 10\,B$

dalla quale risulta che il prezzo di A espresso in monete B è 10. L'equazione della parità reale sarà pure: A = 10 B.

Infatti il valore reale di A essendo 9 ed il valore reale di B essendo 0,9 noi avremo: $\frac{9}{0,9} = 10$ nella quale il secondo termine ci dice che il valore reale di B è contenuto dieci volte nel valore reale di A e cioè che ci vogliono dieci monete B per avere la equivalenza di una moneta A. Ma dire che ci vogliono 10 B per aver l'equivalenza di una moneta A è come dire: A = 10 B.

L'equazione della parità reale si identifica dunque con quella della parità legale.

I valori reali di A e di B possono anche variare, ma finchè variano in modo da lasciar sussistere questa identità, il prezzo di A espresso in monete B resterà sempre 10.

Vediamo che cosa succede nel caso diverso e supponiamo che, restando immutati i valori legali di A e di B ed il valore reale di A, il valore reale di B si riduca a 0,45.

Noi avremo allora, per la parità legale, la stessa equazione del caso precedente, cioè: A = 10 B ma per la parità reale avremo una equazione diversa e precisamente: A = 20 B.

Infatti: $$\frac{9}{0,45} = 20.$$

E poichè, *sul mercato internazionale,* come abbiamo detto, *quelli che contano sono i valori reali e gli scambi si fanno sulla base della equazione di*

questi valori, il prezzo di A *espresso in monete* B non sarà più di dieci ma *diventerà di* 20.

E se noi abbiamo una cambiale di 100 A vediamo che il suo prezzo — supponendo nulli tutti gli altri fattori — mentre sarebbe nel primo caso di 1000 B, diventerebbe, nel secondo caso, di 2000 B.

Il caso secondo mostra l'azione di quei fattori che derivano dalle condizioni monetarie dei paesi interessati e, di conseguenza, la variazione del prezzo della nostra cambiale ed il passaggio di esso da 1000 a 2000 *B* è dovuta ad una *alterazione delle parità monetarie reali.*

Da quanto abbiamo sinora esposto su questo argomento, possiamo dedurre che si ha una *alterazione* tutte le volte che l'equazione della parità legale cessa di essere identica a quella della parità reale. Possiamo anche trarne la conferma di quello che già abbiamo detto e cioè che le *alterazioni* sono affatto indipendenti dalle condizioni del mercato.

Faremo ora qualche considerazione pratica, di notevole interesse generale, anticipando un po' su quanto dovremo dire in seguito, intorno a questo importantissimo argomento.

Se due paesi hanno entrambi sistema monetario a base aurea od argentea e piena libertà di coniazione e carta moneta convertibile illimitatamente, si può ritenere che l'equazione della parità legale e quella della parità reale saranno sempre identiche e non si potranno mai verificare *alterazioni.*

Ma tra due paesi aventi, per esempio, l'uno base

aurea e l'altro base argentea, le cose procederanno assai diversamente. La equazione della parità legale e quella della parità reale, si identificheranno solo nel caso in cui il prezzo di mercato dell'argento sarà uguale al prezzo legale dello stesso metallo. Caso che, nella pratica, si verificherà piuttosto raramente.

Quando il prezzo legale dell'argento e quello di mercato saranno diversi, le due equazioni non potranno identificarsi e nel prezzo dei cambi si avranno delle alterazioni delle parità monetarie reali. E alterazioni si avranno, con maggior facilità e con maggior ampiezza, nel cambio tra paesi di cui uno o tutti e due abbiano della moneta di carta inconvertibile.

E passiamo alle *fluttuazioni*. Con tal nome noi abbiamo chiamato le variazioni di prezzo alle quali sono estranee le qualità delle cambiali e la natura delle specie monetarie che concorrono nell'affare. Esse sono dovute, come si è detto, a fattori che appartengono al campo dei pagamenti internazionali e la influenza dei quali si fa sentire nel prezzo attraverso modificazioni della domanda e della offerta di crediti.

Data questa loro natura, noi, nell'esaminare le *fluttuazioni*, possiamo non tener conto di tutte le complicazioni che sorgono dall'intervento dei fattori già descritti, siano essi derivanti dalla diversa qualità delle cambiali, che da quella delle monete. E prendendo per base alle nostre considerazioni, la più semplice e la più limpida delle ipotesi — quella di paesi aventi uno stesso sistema monetario, per esempio a base aurea — potremo, senza

incorrere in errore, dare alla ipotesi stessa un valore generale (1).

Ritorniamo al caso del mercante preso per esempio nel primo e nel secondo capitolo e supponiamo che egli abbia bisogno di disporre di una certa somma all'estero (2). Egli cercherà, come abbiamo veduto, se può convenientemente comperare una cambiale pagabile all'estero.

Supponiamo che molte altre persone si trovino nelle stesse condizioni e che il numero delle cambiali che si richiedono sia maggiore di quello delle cambiali offerte in vendita.

La concorrenza dei compratori farà allora aumentare il prezzo delle cambiali fino al limite in cui, il loro acquisto non essendo più conveniente, i richiedenti rinunceranno a comperarle.

Quale sarà questo limite massimo?

Il lettore ricorderà che il nostro mercante poteva procurarsi fondi all'estero in vari modi. Egli poteva anche inviare all'estero dell'oro, oppure delle merci varie da far vendere per suo conto.

Appena il prezzo della cambiale salirà in modo

---

(1) È facile vedere che il caso di due paesi con moneta aurea diversa, una volta stabilito di non tener conto delle alterazioni, si identifica con quello da noi assunto. Le eventuali differenze non sono che formali; infatti dire che una cambiale è di 100 sterline e dire che è di L. 2522 è sostanzialmente identico, quando sia convenuto che una sterlina è sempre pari a L. 25,22.

(2) Di proposito diciamo: *che egli abbia bisogno di disporre di una certa somma all'estero* e non diciamo, come comunemente si usa: *che egli abbia un debito da pagare*, concetto che non sempre si accorda con la realtà delle cose. Infatti, un debito verso l'estero ma pagabile in Italia non dà luogo, *da parte del debitore*, ad alcuna richiesta di crediti pagabili all'estero.

eccessivo, egli penserà ad un altro mezzo e, probabilmente, se non vi sono impedimenti legali, preferirà fare un invio di oro e ciò per le stesse ragioni per cui lo abbiamo veduto preferire una cambiale a titoli esteri di altra natura. Infatti, inviando oro, non si va incontro ad altri oneri all'infuori di quelli dell'acquisto e della spedizione.

In conseguenza di questa possibilità di ricorrere ad altri mezzi, i possessori delle cambiali avranno interesse a cederle ad un prezzo che sia inferiore al limite in cui il loro acquisto cesserebbe di essere conveniente, cioè a quel limite in cui l'invio di oro cessa di costare più dell'acquisto di una cambiale e che — appunto per ciò — viene chiamato *punto dell'oro*. *Il punto dell'oro* segna dunque il limite massimo dell'aumento di prezzo delle cambiali.

Si faccia ora l'ipotesi inversa e cioè che i venditori di cambiali ne abbiano più di quante non ne siano richieste. La ragione per cui essi sono indotti a venderle è quella di evitare gli oneri ai quali andrebbero incontro se dovessero mandarle all'incasso e farsi spedire il ricavo.

Essi cercheranno dunque di venderle concedendo riduzioni ed il prezzo delle cambiali si abbasserà. Fino a qual limite?

Fino a che per il possessore cesserà la convenienza di venderle, diventando preferibile farsi spedire l'oro in pagamento dal suo debitore, cioè al di là degli oneri inerenti a questa spedizione.

Di conseguenza, anche il limite massimo della riduzione sarà segnato dal *punto dell'oro*.

Epperò, noi possiamo concludere che le *fluttuazioni dei cambi*, non possono mai far salire il prez-

zo di questi nè farlo discendere oltre il punto dell'oro, cioè farlo aumentare o diminuire di una somma maggiore dell'ammontare degli oneri richiesti da una spedizione di oro all'estero o dall'estero (1).

Questa regola non ammette eccezioni e si comprende che sia così, poichè ogni eccedenza di prezzo al di là del punto segnato, provocando una spedizione di metallo, riduce automaticamente la offerta o la domanda.

Il Goschen — e sulla sua traccia altri scrittori — non è di questo parere e, appoggiandosi a quanto è avvenuto a Nuova York per le vicende della guerra di secessione, afferma che il panico creato da complicazioni politiche può indurre i possessori di cambiali sull'estero a cederle a qualunque prezzo.

Ma quello che è avvenuto a Nuova York ed altrove e che può sempre ripetersi in casi consimili, non deve — sotto qualunque aspetto lo si riguardi — considerarsi una eccezione alla regola.

Nel 1861 a New York, appena le complicazioni politiche si fecero serie, tutti quanti avevano crediti sull'Inghilterra — cioè, date le condizioni del commercio internazionale di allora, sull'Europa —

---

(1) Nel caso di paesi con sistema monetario a base argentea, i punti massimi e minimi sono determinati dagli oneri di spedizione di quello tra i due metalli (oro ed argento) che risulta più conveniente. Per i paesi a sistema bimetallico, occorre tener presente che, nella pratica, rimane in circolazione solo il metallo di minor valore. Questi paesi hanno, in sostanza, in certi periodi circolazione argentea ed in altri circolazione aurea.

cercarono di realizzarne in qualsiasi modo l'importo. « Nessuno voleva attendere gli invii di oro dall'Inghilterra... » scrive il Goschen e preferivano cedere le loro cambiali a qualunque prezzo. L'incertezza del futuro era tale che gli stessi capitalisti non si lasciarono allettare dal ribasso e si astennero dal comperare.

Noi possiamo considerare la cosa sotto due punti di vista: o i possessori di cambiali temevano che la posizione dei loro corrispondenti fosse scossa e dubitavano di poter esigere i loro crediti, oppure consideravano l'attesa dell'invio dell'oro piena di rischi di perdite e di spese.

Nel primo caso noi vediamo entrare in gioco uno di quei fattori che abbiamo chiamati *intrinsechi;* le cambiali americane sull'Inghilterra, data la distanza tra i due paesi, sono a lunga scadenza od assimilabili. L'incasso diretto significava attesa di parecchie settimane ed il pericolo che il credito diventasse inesigibile. Ma queste considerazioni valevano anche per il compratore, il quale era così portato a deprezzare il credito offerto in vendita.

In tal caso appare evidente che la qualità del credito offerto è quella che agiva sul prezzo e, secondo il nostro modo di vedere, non si devono considerare come *fluttuazioni* i ribassi che si sono verificati.

Nel secondo caso i venditori consideravano come probabile un aumento notevole degli oneri inerenti ad una spedizione di oro e consentivano ad una riduzione di prezzo piuttosto che affrontare questi oneri. Ma se così stavano le cose, non era il prezzo della cambiale che si abbassava oltre il *punto del-*

l'oro, ma il *punto* stesso che, per i temuti oneri, veniva a collocarsi ad un livello molto più basso di quello normale.

È probabile assai che, nella pratica, i due fenomeni si siano sovrapposti e che, insieme all'abbassamento del punto dell'oro, sia avvenuta una svalutazione dei crediti, dovuta alla diminuita sicurezza, alla tema di rialzo dell'interesse, ecc., ecc.

Comunque siano andate le cose, non ci pare però che si possa parlare di eccezione.

Questo esempio è tipico e molte delle considerazioni ad esso relative si possono applicare a parecchi casi del periodo bellico e post-bellico.

CAPITOLO V.

Le variazioni della domanda e della offerta

Nei paesi a circolazione monetaria sana, le *fluttuazioni* dei prezzi dei cambi sono contenute, come abbiamo veduto, entro limiti insormontabili (1). Nel campo circonscritto da questi limiti, l'ampiezza delle fluttuazioni dipende interamente dalle vicende della domanda e della offerta.

Dei fatti che dànno origine alla formazione di debiti e crediti internazionali e che sono — in un certo senso — in rapporto col volume delle domande e delle offerte taluni sono facilmente rilevabili ed è anche possibile prevedere le vicende del loro sviluppo. Per esempio, le statistiche ufficiali ci informano dell'andamento delle esportazioni e delle importazioni di merci; noi sappiamo poi che, in tutti i paesi, in armonia con lo svolgersi dei cicli produttivi, vi sono periodi dell'anno in cui le esportazioni tendono ad assumere il massimo svi-

(1) Vedi nel capitolo precedente le condizioni assunte come base alla nostra ipotesi.

luppo ed altri invece in cui si contraggono. E sappiamo pure che in armonia con le esigenze del consumo, altrettanto avviene delle importazioni.

La relativa regolarità con cui si ripetono queste alternative di massimi e di minimi, permette di stabilire in quali periodi dell'anno la differenza tra le esportazioni e le importazioni è maggiore e in quali è minore e valutare la importanza di questo fattore.

Noi possiamo anche facilmente prevedere che, in un paese come il nostro, per esempio, una annata agricola buona avrà per effetto di ridurre le importazioni e far aumentare le esportazioni, mentre che una annata agricola cattiva produrrà effetti contrari.

Altri fenomeni facilmente rilevabili sono quelli delle correnti migratorie, delle quali pure è noto e prevedibile lo sviluppo. Si sa infatti, per l'esperienza di molti anni, che il flusso emigratorio è massimo in taluni periodi dell'anno e minimo in altri e che la emigrazione temporanea è normalmente assai forte in certe stagioni, mentre che in altre si ha il fenomeno inverso, cioè il ritorno in patria di questi emigrati. Si può quindi valutare, a seconda del momento che consideriamo, quale influenza essi possono avere sulle importazioni ed esportazioni di capitali che ne sono la conseguenza.

Anche il movimento dei forestieri si presenta caratterizzato da periodi di maggiore e di minore sviluppo in coincidenza con determinate stagioni dell'anno e — di conseguenza — con ricorrenze periodiche prevedibili e regolari.

Tutti questi fenomeni portano a variazioni nella domanda e nella offerta dei cambi e la loro osser-

vazione consente rilievi e previsioni utili che facilitano l'analisi delle cause delle *fluttuazioni* e la determinazione delle probabili tendenze del mercato. Chè se avvengono fatti di natura tale da turbare notevolmente il normale succedersi di queste vicende, è difficile che essi siano di così scarso rilievo da sfuggire all'attenzione dell'osservatore.

I prestiti pubblici all'estero, rientrano pure nella categoria dei fatti noti e dei quali sono — nel complesso almeno — valutabili l'entità e le conseguenze.

Sfuggono invece all'esame dei più e sono difficilmente rilevabili e valutabili anche per l'occhio dei periti, i prestiti privati, gli investimenti e le partecipazioni in imprese industriali. E lo stesso avviene per la immigrazione e la emigrazione di titoli di ogni genere; fatti tutti la cui importanza, nell'ultimo quarto del secolo scorso e nei primi lustri del presente, è andata aumentando in modo veramente notevole (1). Abbiamo veduto come già nel 1873 si esprimesse Leone Say intorno a questa particolare categoria di merci di importazione e di esportazione; per ciò che ha attinenza col nostro Paese, la diminuzione continua degli interessi che il Tesoro italiano dovette pagare all'estero mostra che, prima della guerra, sotto lo stimolo della ricerca che se ne faceva in paese, molti milioni di titoli di rendita, che si trovavano in mani straniere, vennero fatti rimpatriare.

(1) Per i titoli del debito pubblico una rilevazione è possibile, in base al pagamento degli interessi che il Tesoro deve fare all'estero.

Ma, soprattutto, sfugge e si sottrae ad ogni valutazione quella particolare forma di attività economica a cui abbiamo accennato discorrendo dell'investimento a breve scadenza di capitali all'estero e che si risolve nella creazione *artificiale* di lettere di cambio allo scopo di lucrare sul maggior prezzo al quale possono essere vendute.

Noi abbiamo veduto formarsi, per un complesso di cause svariatissime, dei debiti e crediti tra persone di paesi diversi, pòi abbiamo veduto fare ricerca di alcune specie particolari dei titoli rappresentativi di questi crediti allo scopo di pagare i debiti e, di conseguenza, questi titoli di natura particolare diventare *mezzi di pagamento*. In questo processo — che chiameremo naturale — il debito ed il credito sono preesistenti e la lettera di cambio viene venduta e comperata in quanto è il mezzo più conveniente di compensazione.

La particolare forma di attività economica di cui ci stiamo ora occupando, crea invece debiti e crediti al solo scopo di avere, al momento opportuno, delle lettere di cambio da offrire sul mercato. È un'attività, come volgarmente si dice, di *speculazione*, ma compie una funzione di grande importanza, perchè disciplina la domanda e la offerta dei cambi, attenua gli squilibri che potrebbero derivare dagli altri fattori e riduce l'ampiezza delle fluttuazioni dei prezzi (1).

---

(1) In questi tempi è di moda parlare male della speculazione e mettere a suo carico tutti i malanni che hanno origine dal malgoverno e dalla ignoranza dei popoli. Qualche chiarimento può essere, per ciò, opportuno. Noi abbiamo usato la

Considerandola dal punto di vista del mercato dei cambi del paese in cui ha origine, le si possono assegnare queste due finalità:

1° offrire dei mezzi di pagamento per quei paesi verso i quali, nel momento considerato, la massa dei debiti in scadenza è maggiore di quella dei crediti, epperò il complesso delle lettere di cambio derivanti dal processo naturale sarebbe insufficiente;

2° offrire dei mezzi di pagamento per tutti i paesi esteri in quei momenti in cui la massa dei debiti in scadenza soverchia, *temporaneamente*, quella dei crediti.

Vediamo come si raggiungono queste due finalità.

Per quanto riguarda il N. 1 è da premettere che se noi, per comodità di esposizione, abbiamo sin qui considerato i paesi esteri debitori e creditori come un sol tutto, discorrendo di domanda e di offerta di crediti sull'estero genericamente — nella realtà i debiti ed i crediti che nascono dalle varie

---

parola speculazione perchè è quella con cui generalmente si designa il complesso delle operazioni di cui stiamo parlando. Ma in verità non si capisce perchè il *produrre* lettere di cambio debba considerarsi cosa diversa dal *produrre* scarpe o filati di seta. Che se guardiamo ai vantaggi che l'umanità ne può trarre, quelli che derivano dalla produzione di lettere di cambio vanno certamente messi tra i maggiori, come vedremo. Il lettore di buon senso tenga sempre presente che, in via generale, se il comperare in un periodo di ribasso attenua la discesa dei prezzi, il vendere in periodo di rialzo ha per effetto di rendere minore l'aumento; epperò, finchè l'attività speculativa si mantiene in questi termini, compie una funzione sociale altamente benefica.

specie di relazioni che abbiamo esaminato, non sono debiti e crediti del paese A verso l'estero, ma verso i paesi B, C, D, ecc., ecc. E questi paesi costituiscono delle unità economiche distinte ed ognuna di esse ha, verso A, un complesso di rapporti economici che può presentare caratteri ed esigenze affatto diverse da quelle che si possono desumere dall'esame del complesso dei rapporti di A, verso tutti gli altri paesi presi insieme.

La bilancia particolare dei pagamenti di A con B — per esempio — ha vicende sue proprie e distinte e non si può confondere con quella di A con C o con D e nemmeno con quella di A verso tutti gli altri paesi presi nel loro complesso e che è la bilancia generale dei pagamenti internazionali di A. E se noi ci accordiamo di chiamare *attiva* la bilancia quando la somma dei debiti in scadenza è minore della somma dei crediti e *passiva* quando avviene il contrario, dal fatto che, in un dato momento, la bilancia generale dei pagamenti internazionali di A è attiva non possiamo affatto dedurne che tutte le particolari bilance verso i varî paesi siano attive... La bilancia con B può, nello stesso momento, essere passiva, quella con C pareggiarsi e quella con D essere attiva, ecc. ecc. E nella pratica si dà spesso il caso di paesi coi quali A abbia rapporti di natura tale da far sì che la bilancia sia sempre passiva ed anche il caso precisamente opposto.

Ora, finchè non interviene la speculazione, agli effetti del prezzo delle cambiali, non è la bilancia generale che conta, ma quella particolare verso i singoli paesi. E invero, se, in un dato momento,

moltissime sono le domande di cambiali pagabili sul paese B e scarse le offerte, poco varrebbe che ci fossero molte offerte di cambiali pagabili sui paesi C e D. Il prezzo delle cambiali su B andrebbe al massimo e quello delle cambiali su C e D resterebbe sotto la pari e se lo squilibrio fosse forte, si avrebbe anche un invio di oro da A in B ed un invio di oro da C e D in A con le relative spese.

Ma la speculazione interviene a correggere lo stato delle cose.

I banchieri di A tirano delle lettere di cambio sui loro corrispondenti di B e vendono queste lettere sul mercato di A colmando la deficienza; contemporaneamente comperano in A l'eccesso delle cambiali pagabili su C e su D, riconducendo così il mercato verso uno stato di equilibrio. Se, com'è probabile, B ha una bilancia passiva verso C e D, le cambiali acquistate in A verranno spedite in B come pagamento del debito fatto dai banchieri per la produzione delle lettere di cambio vendute sul mercato di A.

Le complesse vicende delle bilance dei pagamenti dei singoli paesi, offrono largo campo a questo gioco di compensazioni, che è poi grandemente facilitato dalla perfezione raggiunta dai rapporti bancari internazionali; se in un dato momento si verifica una deficienza, si provvede con un invio di oro; ma questa necessità si presenta in proporzioni infinitamente ridotte, in confronto a quello che sarebbe se mancasse la speculazione.

Per effetto della quale — come è evidente — i varî mercati dei cambi verso B, verso C, verso D che abbiamo veduto sussistere in A, si fondono

in uno solo, il quale non sente più la influenza delle bilance particolari verso i varî paesi, ma è dominato dalle vicende della bilancia generale dei pagamenti internazionali di A.

E non solo il mercato di A, ma l'intero mercato mondiale dei cambi viene, in un certo senso, unificato. Il telegrafo segnala, quotidianamente e — quando occorre — di ora in ora, gli eccessi e le deficienze. In Italia le cambiali sugli Stati Uniti, fanno premio, per esempio, di tre? E subito quei mercati dove le cambiali sugli Stati Uniti si hanno sotto la pari o con un premio che è al disotto di tre di quel tanto che valga a pagare le spese ed un piccolo compenso (1), cedono una parte dei loro crediti. In Francia, od in Inghilterra, le cambiali pagabili sulla Svizzera si possono avere ad un prezzo minore di quello che si paga in Italia? e subito una parte dei crediti francesi ed inglesi sulla Svizzera viene venduta in Italia (2).

Il risultato di queste attivissime e continue compensazioni è che i prezzi di tutti i cambi tendono

---

(1) La perfetta organizzazione ha ridotto le spese ad un minimo inverosimile e la concorrenza della banche riduce pure a centesimi ed a frazione di centesimi per unità, il compenso che la speculazione ricava da questo complesso di operazioni.

(2) Questa operazione si chiama arbitraggio dei cambi. Non ne daremo esempio, perchè ciò ci porterebbe troppo fuori dal nostro campo. Il lettore che desiderasse farsi un'idea dei computi necessari per queste operazioni, può consultare con profitto qualunque buon libro di computisteria o di aritmetica applicata all'amministrazione. Nella pratica queste operazioni sono lasciate ai banchieri, i quali, per la speciale organizzazione di cui dispongono, sono i soli in grado di compierle col massimo profitto.

ad equilibrarsi su tutti i mercati. Se noi prendiamo un qualsiasi listino ed esaminiamo i prezzi delle cambiali sui varî paesi, ci possiamo materialmente convincere di tale fatto.

Le operazioni di cui al N. 2 presuppongono una larga conoscenza delle vicende della bilancia internazionale dei pagamenti e delle sue probabili modificazioni. Mentre nel primo caso, la speculazione agisce *nello spazio* e tende a livellare i prezzi che i titoli equivalenti possono raggiungere sulle varie piazze, in questo secondo tipo di operazioni, la speculazione agisce *nel tempo* e tende a livellare i prezzi in periodi diversi di tempo.

Il procedimento da seguire, in questo caso, è alquanto diverso. Nei periodi in cui le lettere di cambio sono abbondanti ed i prezzi tendono al limite minimo, lo speculatore acquista le lettere di cambio in eccesso e le trasmette al suo corrispondente, facendosene accreditare il ricavo. Quando poi la domanda delle lettere di cambio soverchia l'offerta ed i prezzi si avvicinano al massimo, egli trae delle lettere di cambio sul suo corrispondente e le vende.

Gli effetti pratici di questo intervento sono così importanti, che il Clare fissa il costo di queste cambiali come limite massimo delle fluttuazioni (1). Egli così si esprime:

« ... Supponiamo che si produca sul mercato una domanda di 100 mila sterline contro una offerta di

(1) Giorgio Clare: *L'A.B.C. des changes étrangeres.* (Traduzione dall'inglese di G. Maurel). Parigi, 1894.

60 mila. Non ci saranno lettere di cambio per tutti: le 40 mila sterline mancanti saranno mandate in oro e la concorrenza tra i compratori spingerà il prezzo della sterlina sino al limite estremo di franchi 25,32? (1). Niente affatto. Se fosse impossibile procurarsi delle cambiali all'infuori di quelle offerte sul mercato, non mancherebbe certamente di prodursi un simile rialzo. Ma basta che il premio sia di un centesimo o due per sterlina per far aprire una vena inesauribile di offerte: noi intendiamo parlare delle lettere di cambio dei banchieri. In altri termini, se il richiedente non può ottenere una cambiale già esistente, egli, pagando un supplemento, può procurarsi una cambiale creata per la circostanza. La tratta di banca è, naturalmente, più cara di quella del commercio, astrazione fatta dal buon credito del traente. Il banchiere, oltre agli onorari del suo corrispondente, sia sotto forma di una tenue commissione, sia sotto forma di abbuono di interessi del denaro lasciato a Londra in sue mani, deve anche aggiungere una commissione per le spese della tratta, di avviso al corrispondente e di copertura. La commissione sarà però assai moderata e la concorrenza tra banchieri la ridurrà al minimo.

« Nelle condizioni accennate, se noi supponiamo che il banchiere consenta a fare tratte su Londra a franchi 25,25, questo sarà il limite massimo dei prezzi che le cambiali del commercio potranno

(1) A questo limite il Clare calcolava il punto dell'oro, valutando a 10 centesimi le spese di trasmissione del metallo da Parigi a Londra.

raggiungere e, assai probabilmente, non lo raggiungeranno.

« Dunque il rialzo dei prezzi del cambio avrà per limite il corso fatto dai banchieri e questo corso sarà determinato dalla concorrenza dei banchieri tra di loro.

« .. Cerchiamo come il banchiere forma il suo prezzo. Una volta stabilito questo, egli aggiungerà un centesimo di beneficio per lui ed uno per il suo corrispondente. Basta riflettere un momento per capire che il primo elemento del suo conto è il costo di copertura della sua tratta. Può darsi che egli abbia in portafoglio delle cambiali su Londra comperate mentre erano a buon mercato o che sia creditore di un saldo verso il suo corrispondente di Londra. In tal caso il rialzo sarà tutto a suo profitto. Ma se la domanda continua, il suo portafoglio ed il suo saldo si esauriranno. Egli dovrà allora risolversi a fare delle rimesse in una forma qualunque. Compererà, per esempio, degli effetti su altri paesi, come il Belgio, l'Italia, la Germania, sul mercato più vantaggioso e li manderà ai suoi corrispondenti con preghiera di fare delle rimesse su Londra. Questo modo di agire importa la spesa di una doppia commissione e non può essere vantaggioso se non praticato su larga scala. Il risultato immediato di queste operazioni, sarà di produrre un rialzo corrispondente dei cambi degli altri paesi d'Europa che godano buon credito. Come regola generale: *i cambi europei si alzano e si abbassano simultaneamente*... Finchè sul mercato di Parigi si troveranno, in quantità sufficiente, tratte sugli altri paesi, il rialzo del cambio su Lon-

dra resterà stazionario. A mano a mano che esse diventeranno più rare, il corso del cambio potrà aumentare e ad un certo punto, il banchiere troverà più conveniente invece di pagare delle commissioni supplementari e dei bolli, coprire il suo corrispondente con un invio di oro della Banca di Francia... Il suo corrispondente berlinese, per esempio, rimette per suo conto a Londra marchi 20,48 per ogni sterlina. Il prezzo, a Parigi, di marchi 20,48 e tutte le spese, fanno salire a franchi 25,23 il costo di una sterlina a Londra, rimessa per via Berlino. Il banchiere sa che la Banca d'Inghilterra, compera qualunque quantità di oro al prezzo di scellini 77 e pences 10 1/2 per oncia standard, ciè che corrisponde ad un cambio di 25,22 franchi. Se egli manda a Londra una verga del valore di 2522 franchi si procurerà un credito di 100 sterline. Le spese d'invio essendo di 10 centesimi per sterlina, ogni sterlina gli costerà franchi 25,32. Di conseguenza, quando le altre forme di rimessa gli costeranno più care di 25,32 egli farà un invio di oro a Londra... »

Il Clare, come si vede, non distingue le due forme di intervento della speculazione. Inoltre assegna a questa una funzione assolutamente passiva, che non ha riscontro nella realtà. Infatti essa non attenderà di esser sollecitata, ma metterà le sue tratte in vendita, appena le condizioni del mercato la faranno certa della possibilità di venderle con profitto. Nella realtà l'intervento delle banche è continuo e normale anche per una serie di considerazioni d'ordine pratico, per esempio quello

del conguaglio dell'ammontare delle cambiali richieste in confronto a quelle offerte. Se io ho una cambiale di 1500 sterline da vendere, devo cercare chi ha bisogno di una cambiale di 1500 sterline. Allo stesso modo, se io devo mandare 1500 sterline in Inghilterra, devo cercare chi possiede una cambiale di questo preciso ammontare o tante cambiali la cui somma mi dia detta cifra. L'intervento del banchiere annulla questa necessità, poichè egli sarà sempre in grado di fornirmi la cambiale dell'ammontare preciso che mi abbisogna e potrà sempre utilizzare con profitto la cambiale offertagli, qualunque sia il suo ammontare.

A questo proposito, il Pierson, nel suo *Trattato di Economia Politica* scrive: « ... Se non ci fossero i banchieri, il commercio delle divise non potrebbe certamente farsi che con grandi difficoltà... Ogni banchiere sta in relazione con banchieri esteri e si tiene continuamente informato del corso delle cambiali e dei valori sulle piazze estere. Se un banchiere di Amsterdam viene a conoscenza che a Parigi le cambiali su Londra sono molto domandate e a lui consta che tale carta ad Amsterdam è offerta in grande quantità, allora egli compera cambiali su Londra e le spedisce al suo corrispondente a Parigi. In conseguenza di ciò, egli diventa creditore di questo suo corrispondente e il suo credito può riscouterlo per parecchie vie. La via più semplice è quella della emissione di una cambiale, ma qualche altra può essere più vantaggiosa. Mentre la carta su Londra è molto offerta ad Amsterdam e molto domandata a Parigi, è possibile che la carta su Berlino sia molto domandata ad Am-

sterdam e molto offerta a Parigi: in questo caso, il banchiere di cui parliamo, darà probabilmente incarico al suo corrispondente di Parigi di spedirgli l'equivalente delle cambiali su Londra in cambiali su Berlino. L'operazione che ne deriva si chiama *arbitraggio di cambio*. Precisamente come il negoziante ricava il suo guadagno dalle differenze nei prezzi delle merci, così il banchiere ricava il suo guadagno dalle differenze nel prezzo delle cambiali; le operazioni dell'uno e dell'altro hanno il benefico effetto di ridurre le differenze ad una cifra molto piccola ».

Le operazioni di cui al secondo numero sono possibili: 1° se il tasso dei capitali nei due paesi è equivalente; 2° se il tasso nel paese che fa l'operazione è minore che non nei paesi corrispondenti; 3° se il tasso pur essendo maggiore, la differenza è tale da lasciare margine certo di beneficio.

E qui possiamo vedere quale parte decisiva viene fatta dal saggio dell'interesse in tutte queste operazioni, mentre risulta evidente, ancora una volta, l'importanza della organizzazione bancaria, la quale permette di fare qualunque trasferimento di capitale col massimo di rapidità e col minimo di spesa.

Trasferimenti di capitali possono essere provocati — all'infuori delle operazioni suaccennate — semplicemente da una differenza nel saggio dell'interesse. Ma si tratta di cosa ben diversa. Infatti, mentre nei casi più su esaminati, la trasmissione di capitali interviene ad attenuare l'eventuale squilibrio della bilancia dei pagamenti ed a ridurre l'ampiezza delle fluttuazioni, l'esportazione di capitali provocata da una differenza nel saggio del-

OFFERTA di cambiali pagabili su Londra.

(Debito di Londra).

TRATTE TIRATE SU LONDRA PER				
Influenze commerciali	*Influenze di Borsa*		*Influenze di Banca*	
Importazione di prodotti in Inghilterra.	Titoli venduti a Londra per l'estero; o comperati su altre piazze per conto di Londra.	Prestiti fatti a Governi stranieri, Compagnie ferroviarie e Società diverse.	Crediti: documentari, in bianco, lettere di viaggio. Negozianti, banchieri, importatori.	Arbitraggi e speculazioni.

DOMANDA di cambiali pagabili su Londra.

(Credito di Londra).

TRATTE SU LONDRA DOMANDATE PER						
Influenze commerciali		*Iufluenze di Borsa*		*Influenze di Banca*		
Esportazioni dall' Inghilterra.	Provvigioni, commissioni, rimborsi di spese, ecc.	Titoli acquistati a Londra per conto dell'estero o venduti su altre piazze per conto di Londra.	Interessi di prestiti e dividendi di valori stranieri in portafoglio a Londra.	Crediti: copertura di tratte tirate contro crediti documentari, e crediti in bianco.	Arbitraggi e speculazioni.	Investimenti di capitali su Londra.

l'interesse, può agire in modo da accentuare questo squilibrio, spingendo i prezzi del cambio al massimo e provocando anche esportazioni di metallo.

Ci resta ora da considerare una ipotesi: quella in cui sorgano possibilità di crisi, di complicazioni politiche e si tema che un paese, per delle ragioni qualsiasi, possa trovarsi nella impossibilità di far fronte ai suoi impegni.

Tutto il sistema dei cambi perde la sua base: il credito. Chi ha del denaro da riscuotere nel paese così colpito si affretta a realizzarlo; le cambiali a lunga scadenza vengono inviate per lo sconto ed offerte con forti riduzioni; i possessori esteri di titoli di debito pubblico e di azioni industriali cercano di sbarazzarsene, inviandole al paese d'origine perchè vengano vendute alla meno peggio; tutti i conti si chiudono ed i saldi vengono reclamati.

Nel paese screditato si provoca in tal modo una domanda di crediti sull'estero assolutamente eccezionale e la speculazione si astiene dall'intervenire con la sua opera moderatrice. I prezzi dei cambi salgono tanto che il saldo deve farsi con grandi invii di metallo all'estero. A questo punto, se la crisi non si risolve, possono seguirne turbamenti assai gravi; ma di essi diremo meglio nei capitoli seguenti (1).

(1) A complemento di quanto abbiamo detto sulle variazioni della domanda e della offerta, crediamo utile riportare a pag. 71 una tabella che il Clare pubblica nell'opera citata e nelle quali egli ha raggruppato gli elementi che concorrono nelle variazioni della domanda e della offerta sulla piazza di Londra.

CAPITOLO VI.

Il saggio dell'interesse

Se i capitalisti di un paese B. trovano che in un paese A. si presenta la possibilità di investire i loro capitali con un compenso maggiore di quello ottenuto nel loro paese, essi sono stimolati a trasportare da B. in A. i capitali di cui possono disporre.

Come indice della misura del compenso accordato ai capitali, si usa assumere il saggio dell'interesse e questo si può fare purchè si abbia cura di rendere omogenei i termini che si vogliono mettere a confronto, tenendo conto di tutte le diversità di ambiente che i varî paesi presentano.

Perchè — come abbiamo già avuto occasione di rilevare — ciò che conta, in questa materia, è la sostanza delle cose ed il capitalista guarda al compenso effettivo, netto da ogni aggravio e da ogni onere, non al compenso apparente e nominale. Se, infatti, in A. — per esempio — il saggio dell'interesse fosse del 6 %, ma accompagnato da tali oneri ed aggravi da riuscire, in effetto, minore

o pari al 3% di B. nessuno che avesse dei capitali in B. si sentirebbe tentato di portarli in A.

Nella pratica poi avviene che l'azione stimolatrice di una più alta rimunerazione, non può, in ogni luogo ed in ogni tempo, agire con uguale energia e corrispondenti effetti, per mille ragioni diverse. Ostacoli dovuti al regime delle leggi (1), alla diversità dei costumi e delle abitudini, frenano questi spostamenti di capitali e spesso o li impediscono, o ne riducono l'importanza, o ne mutano la direzione.

Per quanto il mercato mondiale dei capitali abbia fatto, nell'ultimo secolo specialmente, progressi enormi verso la sua unificazione, questa è ancora molto lontana ed una certa unità — pur sempre attenuata e relativa — si è formata solo tra paesi che hanno un complesso enorme di rapporti economici e che, per la lunga esperienza quotidiana, hanno imparato a conoscersi, a valutarsi, a stimarsi.

Tale è il caso, ad esempio, della Francia e dell'Inghilterra; dell'Italia e della Francia e — prima della guerra — dell'Italia e della Germania; dell'Inghilterra con gli Stati Uniti e coi paesi dell'Impero Britannico, ecc., ecc. Tra paesi che si trovano in dette condizioni, la diversa rimunerazione dei capitali agisce con energia ponderabile sulla distribuzione dei capitali stessi (2).

---

(1) La instabilità della legislazione fiscale e sociale — per esempio — può creare un ambiente di incertezza e di diffidenza, assai ostico alla affluenza di capitali.

(2) Il Goschen, esaminando le cambiali negoziate sul mercato di Londra, osserva: « La maggior parte delle cambiali rappre-

Ma, se si tratta di paesi che non hanno relazioni frequenti e strette, l'influenza si fa sentire in modo assai debole e — per lo più — attraverso paesi intermediari.

E che così avvenga si spiega benissimo, se si considera che chi ha denari da prestare bada, in primo luogo, alla sicurezza dell'investimento ed alla facilità del ricupero, e solo in secondo grado alla importanza del compenso che gli può venire corrisposto. E questa sicurezza egli è portato, naturalmente, a ravvisarla particolarmente in quegli uomini, in quegli ambienti, in quelle istituzioni ed in quelle forme con le quali è famigliarizzato e confidente, sia per l'esperienza sua personale, che per la lunga tradizione. La sicurezza di un lucro assai notevole può anche indurlo a mutare le sue abitudini, ma nel far ciò egli spiegherà una riluttanza, una timidezza ed una diffidenza tali, da costituire, a volte, ostacoli insormontabili a qualunque serio avviamento di affari.

---

senterà esportazione di prodotti *e si vedrà esser questo specialmente il caso fra paesi che sono a grandi distanze tra loro e le cui negoziazioni sono comparativamente semplici;* ma quanto più sono vicini fra loro i paesi e quanto più sono connessi in ciò che possono chiamarsi relazioni di vicinato, tanto più diverse e complicate sono le negoziazioni rappresentate dalla lettera di cambio. Si trovano allora anche cambiali che non rappresentano esportazione di prodotti.. cambiali le quali non sono affatto regolazioni di debiti, cambiali comunemente dette tratte in bianco, per le quali l'accettante non paga un suo debito al traente, ma, per lo contrario, diventa creditore di questo. La parte che tali cambiali hanno in tutte le questioni dei cambi esteri, è molto considerevole e richiede accurata attenzione, ecc. ecc.... ». — Goschen, op. cit.

Come vi sono uomini ed istituzioni alle quali si dà il nostro danaro a preferenza di altre, pur non meno meritevoli di fiducia, solo per il fatto che abbiamo confidenza con quelle e queste invece sono poco note, così il paese B. anticipa, putacaso, per centinaia di milioni, senza difficoltà alcuna e quasi senza accorgersene, al paese A., mentre non darebbe un soldo al paese C. se non contro tali garanzie da rendere il prestito eccessivamente oneroso ed inaccettabile.

Se, in queste condizioni, la rimunerazione dei capitali in C. è più alta che in B., si può tuttavia avere un deflusso di capitali da B. verso C., ma per il tramite di A., posto che A. abbia verso C. un tale complesso di rapporti, da rendere la cosa possibile. Senonchè A. non presta l'opera sua gratuitamente. Esso, da una parte, fornisce a C. i capitali che questo non potrebbe ottenere diversamente e dall'altra mette al servizio di B. quel complesso di rapporti e di esperienza che esso ha delle cose economiche di C.; è naturale che per questa opera sua si trattenga un compenso, che può consistere semplicemente in una provvigione ed in un rimborso di spese, ma che può anche assumere la forma di una vera e propria differenza di saggio.

Epperò, come conseguenza di questo stato di cose, mentre può bastare — ad esempio — un mezzo per cento di differenza per far affluire i capitali di B. in A., occorre una differenza assai più forte perchè gli stessi capitali passino in C., attraverso A.

E questa è una delle cause per cui taluni paesi

dipendono economicamente da altri e non riescono a svincolarsi da questa dipendenza, che con grande fatica ed assai lentamente.

Nè il fatto a cui abbiamo accennato è un fenomeno puramente psicologico. Vi sono ragioni concrete, pratiche, di alto valore, che possono giustificare la preferenza di B. per A. e la sua riluttanza ad entrare in relazione diretta di affari con C.

I finanzieri ed i commercianti di B. hanno con A. rapporti continui di affari, per decine, per centinaia di milioni; essi conoscono così gli uomini e le cose di A. ed hanno modo di sorvegliarne l'andamento da vicino. Avviando rapporti diretti con C. bisognerebbe iniziare tutto un altro lavoro di attenzione, di vigilanza, di controllo; lavoro che costa tempo e denaro e che B. non farà fino a che i vantaggi che glie ne possono derivare siano tanto forti, da indurlo a lasciare la vecchia strada per la nuova.

Per un ordine di considerazioni e di fatti analoghi, un paese compera all'estero merci che potrebbe altrettanto bene, e forse meglio, produrre in casa, ma che esso paga con altre merci che gli costano meno; un commerciante paga lo *star del credere* al rappresentante che gli garantisce la solvibilità della clientela e — discendendo in un ordine più umile di fatti — una massaia intelligente ricorre alla sarta per abiti che potrebbe far bene e senza spesa da sè, ma per i quali dovrebbe impiegare tempo che ella più proficuamente adopera per altre faccende di casa sua.

In ogni modo si deve tener per fermo che se, in un qualsiasi momento, il saggio dell'interesse in C.

viene aumentato e questo aumento non si trova, contemporaneamente, bilanciato da una minor sicurezza e da altri fatti, la distribuzione dei capitali disponibili sul mercato mondiale è spinta a modificarsi in senso favorevole a C.

C'è un altro punto da considerare e che ha grande importanza. Gli investimenti di capitale si possono dividere in due grandi categorie : investimenti che, per la natura loro, richiedono una lunga immobilizzazione, tale da non consentire il ricupero del capitale impiegato se non dopo un certo periodo di anni, o con la cessione dei diritti acquistati con l'investimento (mutui, acquisti di immobili, prestiti pubblici, partecipazioni industriali, ecc.), ed investimenti che richiedono solo una immobilizzazione temporanea, limitata ad un breve periodo e che consentono la liberazione del capitale impiegato, nei termini fissati dalle consuetudini commerciali e bancarie.

Il servizio che si richiede al capitale, nei due casi, è diverso e diverse pure sono le condizioni necessarie perchè chi ha denaro sia allettato ad impiegarlo nell'uno o nell'altro modo : logicamente è diversa anche la misura del compenso. Epperò quando si accenna ad un dato saggio di interesse, bisognerebbe sempre specificare se è per investimenti di breve o di lunga durata.

Di solito, quando si dice — puramente e semplicemente — che il saggio dell'interesse è il tale o il tale altro, si intende riferirsi al saggio corrente per gli investimenti di durata breve e ciò perchè — per un complesso di ragioni che non è qui il caso di esporre — questo saggio dell'interesse è

soggetto facilmente ad oscillazioni e scarti, mentre il saggio dell'interesse per gli investimenti di lunga durata, presenta caratteri di assai maggiore stabilità. Ne viene che la importanza della conoscenza del primo, per ciò che riguarda la massa quotidiana degli affari, è assai maggiore che non quella del secondo.

Noi considereremo separatamente la ipotesi di una variazione nel saggio dell'interesse per gli investimenti di lunga durata e quella di una variazione nel saggio dell'interesse per gli investimenti di durata breve.

Una variazione del primo non può avere, sul mercato dei cambi, altro che influenza indiretta. Con ciò non si deve intendere che questa influenza debba essere di importanza limitata.

Si faccia l'ipotesi che in C. — paese dove gli investimenti a lunga scadenza avevano sempre avuta la massima rimunerazione — il saggio dell'interesse per questa categoria di investimenti si riduca notevolmente, oppure — mantenendosi apparentemente invariato ed anche in aumento — si riduca di fatto la rimunerazione effettiva ad esso corrispondente.

Questa ipotesi si può verificare in due casi: che C. sia salito ad un alto grado di prosperità ed abbia una produzione di capitali facile ed abbondante; che C. si trovi in condizioni economiche e politiche difficili e la proprietà venga vessata ed oberata da oneri ed aggravi diversi e resa incerta e malsicura da tumulti, disordini, malgoverno, ecc.

Nell'ipotesi accennata, i capitalisti stranieri che eventualmente avessero dei capitali investiti in C.,

li ritireranno appena sarà loro possibile, e non solo gli stranieri, ma anche i cittadini di C. cercheranno di mandare una parte dei loro capitali all'estero, in misura maggiore o minore, a seconda che la situazione ipotetica di cui ci occupiamo trarrà le sue origini da fatti del primo, o da fatti del secondo dei due casi esposti (1).

Si formerà così, in aggiunta alla domanda normale, una domanda eccezionale di mezzi di pagamento sull'estero, la quale agirà come fattore di aumento dei prezzi dei cambi.

Un aumento della rimunerazione dei capitali richiesti per gli investimenti di questa natura, produrrà gli affetti contrari e potrà, di conseguenza, portare ad un afflusso di capitali dall'estero e ad una corrispondente maggior offerta di mezzi di pagamento sull'estero, che agirà come fattore di depressione del prezzo dei cambi.

Ma ben più vivace è l'azione esercitata dalle variazioni nel saggio dell'interesse per gli investimenti di breve durata; azione diretta, perchè le operazioni che si fanno sui cambi rientrano tutte in questa categoria.

---

(1) Nei primi anni della guerra ci furono economisti che predissero, per il dopo guerra, una fuga di capitali e di contribuenti. La predizione si è, nella parte peggiore, verificata per il nostro paese: ci fu una fuga notevole di capitali nel 1919-20 che però venne negli anni seguenti, compensata da un più che equivalente rimpatrio. Mancò invece, almeno sinora, nella parte buona e sostanziale: i governi di tutti i paesi hanno dato prova di una debolezza inaudita, nè i risparmiatori hanno dimostrato di saper imporre quella politica di economia che sarebbe nell'interesse loro e di tutti. Vedi l'interessante articolo del prof. W. Eggenschwyler in « Riforma Sociale » del 1915 fasc. 2° e 3° dal titolo: Verso la libera concorrenza fra Governi.

Noi abbiamo già veduto come, per le cambiali a termine, il prezzo si determini in base al *valore attuale*, calcolato in funzione del tempo e dell'interesse. Si tratta ora di stabilire — questione di grande importanza — quale sia il saggio dell'interesse che viene preso per base: se quello della piazza creditrice o quello della piazza debitrice, perchè il saggio dell'interesse non è che in poche circostanze uguale per i varî luoghi.

In altre parole: se l'interesse in A. è del 6 % e in B. del 4 %, una cambiale a termine pagabile, per esempio, in A., dovrà essere apprezzata in base al *valore attuale* che avrebbe secondo il saggio del 6 %, o secondo il saggio del 4 %?

Secondo l'opinione comunemente accettata, il saggio di base per l'apprezzamento della cambiale deve sempre essere quello della piazza su cui la cambiale deve venir pagata.

Il Pierson scrive che: « ... la differenza tra il « prezzo delle cambiali a lunga scadenza e quello « delle cambiali a breve scadenza è determinata « dal saggio dello sconto corrente sulla piazza dove « risiede il trattario »; e il Goschen scrive che: « ... Una cambiale pagabile a tre mesi dalla data « è comprata da un banchiere ad un prezzo che « è uguale a quello di una cambiale pagabile a « vista, meno l'interesse di tre mesi e questo in- « teresse non sarà quello del paese dove la cam- « biale è tratta, ma quello della piazza dove la « cambiale dev'esser pagata... » (1).

(1) Pierson, Op. cit. volume II, cap. III. Goschen, Op. cit. capitolo VI.

E si comprende che sia così perchè, pur con quelle cautele cui abbiamo accennato discorrendo della cambiale a lunga scadenza, questa si può considerare come un credito a vista, ridotto al valor attuale, *sulla piazza debitrice* e — di conseguenza — in base allo sconto in essa corrente.

Ma questa teoria ha bisogno di qualche chiarimento, particolarmente per alcuni dei casi che possono presentarsi nella pratica.

Se consideriamo i rapporti che possono correre tra il saggio dell'interesse sulle due piazze, noi vediamo che si possono presentare tre casi: che il saggio dell'interesse sulla piazza debitrice sia più *basso* di quello della piazza creditrice: che il saggio dell'interesse sulle due piazze sia uguale: che il saggio dell'interesse sulla piazza debitrice sia più *alto* di quello della piazza creditrice.

Nel primo caso, il possessore della cambiale può volgere a suo vantaggio la differenza tra i saggi di interesse correnti sulle due piazze, facendo scontare la cambiale sulla piazza debitrice. Se l'interesse, nel paese B, è del 4% e nel paese A del 6%, coloro che in A, si trovano in possesso di cambiali pagabili in B, possono mandarle allo sconto ed ottenere subito il loro denaro con un sacrificio che è in ragione del 4%. E poichè questo denaro può trovare impiego in A al 6%, è certo che le cambiali a termine pagabili in B verranno mandate per lo sconto al paese debitore, a meno che i loro possessori non trovino in A chi voglia comperarle.

Ma chi vorrà comperare queste cambiali ed a che prezzo saranno vendute?

Coloro che hanno debiti da pagare in B devono, a parità di ogni altra condizione, preferire cambiali a vista, per la maggior comodità e le minori spese di commissione che queste presentano.

L'inviare la cambiale in B per lo sconto e ricuperarne il ricavo sono operazioni che portano a disagi e spese e questi oneri sono più sensibili quando si tratta di poche cambiali e per somme non considerevoli. Il possessore della cambiale può dunque trovar convenienza di cederla ad un banchiere ad uno sconto alquanto maggiore del 4% ed il banchiere avrà interesse a comperarla perchè gli sarà possibile realizzare un beneficio, per la economia di spese che la sua organizzazione gli permette di ottenere per lo sconto e l'incasso.

Quando siano in vista mutamenti nel corso dei cambi, può accadere che la speculazione faccia ricerca di cambiali a termine, ed allora, per causa della concorrenza, queste possono trovare compratori anche ad uno sconto del 4%. Ma il prezzo si scosterà di poco da questo limite, perchè chi ha bisogno di un credito a termine su B non deve assolutamente comperare una cambiale a termine, ma può anche crearlo direttamente, comperando una cambiale a vista, inviandola in B ed ottenendone in cambio una cambiale a termine con l'interesse del 4%. Egli preferirà dunque l'acquisto della cambiale a termine solo quando questo sia meno costosa della creazione di un nuovo credito.

Il prezzo di queste cambiali, adunque, si formerà sulla base del valore attuale del credito da esse rappresentato, secondo il tasso d'interesse della piazza debitrice, oscillando per le vicende della

concorrenza tra i limiti rappresentati dalle spese di commissione e d'incasso.

Quando il tasso di sconto sulle due piazze sia uguale, cioè nel secondo dei casi accennati, si avrà una situazione analoga a quella del primo caso; senonchè, essendo minori gli oneri dell'anticipazione, la speculazione avrà più largo campo d'intervento e potrà agire con maggior vivacità. Infatti, nel primo caso, l'alea delle fluttuazioni del cambio è aggravata per il fatto che il capitale investito al 4% costa il 6%, mentre questo aggravio non c'è quando il tasso di sconto sulle due piazze è uguale.

Nel terzo caso, invece — cioè quando il tasso di sconto sulla piazza debitrice è più alto che non sulla piazza creditrice — la questione assume un aspetto assai differente.

Anche i due illustri economisti che abbiamo citato fanno delle riserve notevoli. Il Goschen osserva: « ... Come materia di fatto, l'interesse che « può essere percepito da quelli che noi chiamiamo « i compratori della cambiale per speculazione, « sta generalmente, fra il saggio dell'interesse del « paese dove la cambiale è comprata e quello del « paese sul quale essa è tratta, ponendo la concor- « renza il venditore in grado di assicurarsi una parte « di quel profitto. Se in Germania l'interesse è al « 3 % ed in Inghilterra al 5 %, *coloro i quali hanno « cambiali a tre mesi sull'Inghilterra non saranno « obbligati a sottoporsi allo sconto del* 5 % che, « secondo i principî elementari, dovrebbe esser « dedotto. Si troveranno molti banchieri i quali, « al fine di lucrare l'uno per cento al di sopra del

« più alto interesse che possono procurarsi nella
« loro piazza, non pretenderanno di dedurre più
« del 4 % del prezzo che pagherebbero per una
« tratta a vista, invece del 5 % che parrebbe il
« prezzo naturale. È da notare che queste sottra-
« zioni maggiori o minori sono in generale espresse,
« non nel saggio dell'interesse che si sottrae, *ma*
« *nel prezzo della cambiale,* con l'esser questa più
« o meno cara... ».

E il Pierson: « ... Il saggio dello sconto corrente
« sulla piazza dove risiede il traente — egli scrive
« — non ha alcuna influenza quando esso è più
« alto del saggio dello sconto corrente sulla piazza
« del trattario. Che il saggio dell'interesse sia, a
« Nuova York, all'8, al 9 o anche al 20 per cento,
« non influisce sul valore relativo della carta a
« lunga scadenza sull'Inghilterra fino a tanto che
« si può scontare a Londra al 3 %. *Ma se la con-*
« *dizione delle cose è l'opposto,* se il saggio del-
« l'interesse sulla piazza del traente è più basso
« di quello corrente sulla piazza del trattario, *esso*
« *acquista talvolta sulla piazza del traente una in-*
« *fluenza che in circostanze ordinarie non ha...*

« Quando due paesi in cui il saggio dell'interesse
« è, di regola, differente, commerciano fra loro,
« *il capitale a ciò necessario viene fornito dal paese*
« *in cui il saggio dell'interesse suole essere più*
« *basso;* il che significa che questo paese non ri-
« chiede, per le merci che esporta, l'invio imme-
« diato di un equivalente, ma si contenta di rice-
« verlo più tardi. Da ciò dipende il fatto che le
« cambiali a lunga scadenza fra i due paesi ordi-
« nariamente camminano in un unico senso, vale

« a dire: dal paese a interesse alto al paese a in-
« teresse basso. Un fabbricante olandese, ad esem-
« pio, che esporti prodotti industriali a Batavia,
« non fa tratta a tre o a sei mesi su Batavia, ma
« aspetta che gli siano mandate delle rimesse dopo
« l'arrivo e la vendita della merce... Ma accade
« più d'una volta, che il saggio dell'interesse in un
« paese dov'esso è, di regola, più basso, sia tem-
« poraneamente più alto che in altri paesi. L'In-
« ghilterra ha, ordinariamente, un saggio dello
« sconto più basso di quello della massima parte
« degli altri paesi coi quali commercia; eppure nel
« 1866 il saggio dello sconto della Banca d'Inghil-
« terra restò, per mesi di seguito, al 10 %. In tal
« caso la differenza fra il corso delle cambiali a
« lunga scadenza e quello delle cambiali a breve
« scadenza *può essere più bassa* di quanto viene
« indicato dal saggio dell'interesse corrente della
« piazza dove la tratta deve essere pagata, perchè
« allora i capitalisti stranieri, allo scopo di profit-
« tare dell'alto saggio dell'interesse, comprano vo-
« lontieri cambiali a lunga scadenza su tale piazza.
« La concorrenza di molti *cagiona*, in conseguenza,
« *che il corso di questa carta salga...* ».

Non c'è molta chiarezza in tutte queste considerazioni. Il banchiere di Berlino del Goschen può procurarsi un credito a tre mesi sull'Inghilterra con minore spesa di quella richiesta per l'acquisto di una cambiale sulla piazza alle condizioni suaccennate e non si comprende perchè dovrebbe scegliere la via più costosa. La stessa osservazione deve farsi per i capitalisti accennati dal Pierson.

Vediamo di precisare bene, anzitutto, come stanno le cose e ritorniamo per ciò alla ipotesi del paese A col saggio d'interesse al 6% e del paese B col saggio al 4%.

Chi si trova in B e possiede cambiali a termine pagabili in A, può scegliere fra tre vie

— tenere la cambiale in portafoglio sino alla scadenza;

— spedire in A la cambiale per lo sconto;

— vendere la cambiale in B.

Tenendo la cambiale in portafoglio, poichè il denaro, in B, non costa che il 4%, il possessore di cambiali guadagna il 2%. Ma corre tutte le alee inerenti alle eventuali variazioni del corso dei cambi, alee non trascurabili perchè basta una variazione di 0.50% perchè tutti i beneficî sperati trattenendo la cambiale in portafoglio siano annullati. Una variazione maggiore può causare una perdita, anche considerevole. È vero che le variazioni essendo possibili nei due sensi, possono anche essere causa di guadagno; il caso dovrà, in ogni modo essere considerato attentamente, data la difficoltà che presentano le previsioni in materia ed il presumibile andamento del cambio influirà sulla decisione di mettere la cambiale sul mercato o di trattenerla in portafoglio e, di conseguenza, sul prezzo delle cambiali stesse. In via ordinaria, al commerciante non conviene quasi mai correre le alee della speculazione; tale compito è lasciato al banchiere, il quale, per le speciali condizioni

sue si trova in grado di trarre il massimo profitto dagli eventuali mutamenti (1).

In ogni modo, quando la decisione sia presa nel senso di non tenere la cambiale in portafoglio, il possessore può scegliere tra lo sconto in A e la vendita in B. Se supponiamo che lo sconto in A costi, per commissioni ed incasso, in ragione di un quarto per cento, egli avrà interesse a vendere la sua cambiale in B tutte le volte che possa farlo ad uno sconto che sia ad un tasso minore del 6 1/4 per cento.

Ed a tale condizione, la sua cambiale troverà certamente compratori.

C'è una differenza enorme tra lo stato di cose considerato nel primo dei tre casi presi in esame e lo stato di cose di questo terzo caso.

---

(1) « .. L'investimento di capitale in tratte sull'estero, cagiona sempre certe spese e può anche — questo è il più importante — essere accompagnato da qualche perdita. Se un commerciante ha comprato in Amsterdam cambiali a lunga scadenza su Londra quando il corso notato per le cambiali a breve scadenza su Londra è di fiorini 12.15 per ogni lira sterlina e le vende quando quelle sono prossime a scadere e il loro corso è a fiorini 12,05, egli perde sul cambio fiorini 0.10 per ogni lira sterlina, il che va a diminuzione dell'interesse guadagnato. Se questo era 8% all'anno, quindi 2% ogni tre mesi, allora, per il ribasso del corso delle cambiali a breve scadenza, se ha comprato carta a tre mesi, il suo guadagno è ridotto all'1 e 1/6 per cento (4 e 2/3 per cento all'anno). Su questa possibilità calcola il capitalista, che fa investimenti in tratte sull'estero a lunga scadenza e così viene impedita una forte diminuzione della differenza fra il corso delle cambiali a breve e a lunga scadenza. Tale causa agisce tanto più fortemente quanto più alto è il corso della carta a breve scadenza, perchè tanto più grande è allora il pericolo di un ribasso... » Pierson, Op. cit. Vol. II, capitolo III.

Nel primo caso il paese debitore B essendo quello che ha il denaro più a buon mercato, ha interesse a scontare tutte le sue cambiali. Esso lavora coi propri capitali e sarebbe assurdo che se ne facesse prestare da A pagando il 6%. Così tutte le cambiali a termine pagabili in B, che si trovano in A vengono scontate in B quanto più presto è possibile.

Nel terzo caso, invece, il paese debitore A è quello che ha il denaro più caro e sarebbe assurdo che B, che ha il denaro al 4% facesse scontare le cambiali in A pagando il 6%. In via normale, tutte queste cambiali verranno trattenute in B sino alla scadenza.

Ne viene che, mentre nel primo caso, le cambiali a termine su B, nel mercato di A non troveranno, in via normale, che un esito limitato, nel secondo caso, le cambiali su A, nel mercato di B, saranno oggetto di viva ricerca, presentando una forma lucrosa di investimento di capitali. Ma chi vuole investire capitali in A può scegliere anche un'altra via: quella della creazione diretta di un credito. Se questa, tra spese di commissione ed incasso, gli costa, ad esempio, in ragione di 1/4 per cento, egli non vorrà acquistare cambiali ad uno sconto che sia minore di quello corrispondente ad un tasso del 5 3/4 per cento.

Anche in questo caso, adunque, il prezzo delle cambiali si formerà sulla base attuale del credito da esse rappresentato secondo il saggio della piazza debitrice, oscillando, per le vicende della concorrenza, tra i limiti segnati dalle spese di commissione e d'incasso.

Possiamo ora considerare quali effetti può produrre una variazione nel saggio dell'interesse dei capitali ,in un qualsiasi paese, nei riguardi del prezzo dei cambi.

Supponiamo che si abbia un aumento nel saggio dell'interesse in B.

Come primo effetto si avrà che taluni paesi, i quali mandavano a scontare in B. le cambiali a lungo termine, le terranno in portafoglio sino alla scadenza. *Conseguenza:* minor necessità per B. di fare subito pagamenti all'estero e quindi minor domanda — sui mercati di B. — delle cambiali relative.

Le cambiali a termine pagabili su alcuni paesi, che i banchieri di B. tenevano in portafoglio, perchè il denaro costava meno che non nei paesi dove le stesse devono essere pagate, verranno spedite nei paesi stessi per lo sconto. — *Conseguenza:* emissione in B. di tratte a vista pagabili su questi paesi ed offerta delle stesse sui mercati di B.

Queste due cause sono le più pronte ad entrare in azione, appena l'aumento del saggio è tale da modificare convenientemente la situazione e gli effetti loro si traducono in una immediata depressione, sui mercati di B., del prezzo delle cambiali pagabili sull'estero ed in una immediata sopravalutazione, sui mercati esteri, dei prezzi delle cambiali pagabili in B.

Seguono poi altri fattori, di importanza diversa: le concessioni di credito che B. fa all'estero vengon ristrette e, di conseguenza, aumenta la massa dei pagamenti che gli altri paesi devono fare a B.; i capitali fuori confine vengono, tutti o in parte,

ritirati e dall'estero molti capitali vengono inviati in B per godere del maggior interesse (1).

(1) « Come mezzo per procacciarsi capitale la tratta sull'estero viene usata in larga misura anche indipendentemente dalle operazioni di esportazione. Accade spesso che una Banca estera apra un credito ad una Casa di commercio per fornire a questa Casa il capitale necessario al meglio dell'azienda complessiva, quindi, non per una speciale impresa o genere di operazioni della Casa stessa. Tali crediti hanno un carattere loro proprio. La Banca presta semplicemente il suo nome, perchè conta di ricevere i fondi corrispondenti alla tratta prima che venga il giorno della scadenza. Colui che compra la tratta, gira facilmente il titolo dopo pochissimo tempo ad un terzo e così non resta a lungo in sborso. La tratta può, durante il tempo che manca alla scadenza, passare parecchie volte da una mano all'altra e ogni successivo possessore è allora l'effettivo fornitore del capitale. E il capitale fornito può mutare forma innumerevoli volte, giacchè il traente della cambiale ha nel suo magazzino ora una specie di beni, ora un'altra. Ci sono delle persone il cui patrimonio, in massima parte, è sempre costituito da tratte sull'estero; appena un titolo è scaduto o l'hanno venduto, ne comprano in sua vece un altro. È come se tali persone avessero ceduto il loro capitale alla società umana nel suo complesso e avessero ricevuto in cambio crediti d'ogni specie verso membri della società; ma i loro debitori cambiano continuamente: oggi sono tedeschi ,domani inglesi, il giorno dopo olandesi e belgi ». Pierson, Op. cit. Vol. II, capitolo III. E il Clare: « ... Restando immutate tutte le altre condizioni, il banchiere del Continente dà la preferenza agli effetti sui paesi dove lo sconto è più alto, al fine di profittare di questa sorgente di benefici... ». Op. cit. pag. 116. E il Goschen: « Allorchè il saggio dell'interesse nell'Inghilterra cresce, vi sarà nel Continente universale desiderio di profittarne, rimettendo capitali colà per un temporaneo profittevole investimento; ma in qual modo dovrà effettuarsi questa trasmissione? Naturalmente in cambiali, in sino a tanto che vi sia possibilità di procurarsene; quindi, coloro i quali sono possessori di cambiali sull'Inghilterra e sono disposti a venderle, si veggono in possesso di un articolo ch'è subitamente in gran richiesta e sono così in grado di conseguire prezzi più alti... » Op. cit. capitolo VI.

In conclusione: un aumento nel saggio dell'interesse, quando non sia neutralizzato da altri fatti insorgenti, porta ad un miglioramento nei prezzi dei cambi sull'estero. Una riduzione produrrà l'effetto contrario.

Si deve però guardarsi dallo stabilire un rapporto di proporzionalità tra le variazioni del saggio dell'interesse e quelle dei prezzi dei cambi, mentre nulla autorizza a pensare che tale rapporto sussista e troppo varie e mutevoli sono le circostanze ed i fattori chiamati in gioco, per attendersi uniformità e proporzionalità di effetti.

Naturalmente, così come le variazioni dell'interesse in B. si ripercuotono sui mercati dei cambi di tutti i paesi, sui mercati dei cambi in B. avranno ripercussione tutte le variazioni che avvenissero nel saggio dell'interesse di altri paesi.

La regola or ora enunciata ha presentato qualche eccezione, quando influenze contrarie hanno neutralizzato gli effetti dell'aumento del saggio dell'interesse. Una delle più clamorose e che diede — a suo tempo — origine a molte discussioni, si ebbe nel 1866. Ne accenniamo qui, a titolo di curiosità, riportando le parole stesse con cui ne parla il Clare « ... Il cambio principale di Londra è ancora quello di Parigi, ma a quell'epoca esso aveva « una importanza assai maggiore e rappresentava « l'opinione finanziaria media del continente. Per « tre mesi interi, la differenza tra i tassi di sconto « di Parigi e Londra fu del 6 % e, ciò nonostante, « il cambio inglese, invece di migliorare, cadde « quanto più basso era possibile. Per tre mesi interi, « i banchieri del Continente avrebbero potuto com-

« perare le migliori tratte su Londra ad un prezzo
« che avrebbe loro dato 9 o 10 % e tuttavia, il no-
« stro credito era caduto così in basso che essi
« preferivano collocare all'interno i loro capitali al
« 3 o al 4 %. Si tentò, ma invano, di far svanire
« i loro timori. Lord Clarendon, che era allora mi-
« nistro degli Esteri, arrivò sino a mandare, ai rap-
« presentanti inglesi all'estero, una circolare nella
« quale egli raccomandava loro di portare a cono-
« scenza dei Governi presso i quali erano accredi-
« tati e dei circoli finanziari « che il Governo di Sua
« Maestà non ha ragione di credere che esistano,
« nel commercio estero dell'Inghilterra, delle cause
« di insicurezza tali da giustificare all'interno ed
« all'estero, l'inquietudine o l'allarme ». Malgrado
« tale esortazione, i banchieri si ostinavano nel loro
« rifiuto di accordare credito ai valori inglesi. I loro
« timori traevano origine, probabilmente, da due
« motivi: in primo luogo, non si comprese il signi-
« ficato della sospensione del Bank-Act (e ciò non
« deve destare meraviglia se si considera che vi
« sono molte persone che trattano affari a Londra
« e che sarebbero imbarazzate a darne una spie-
« gazione esatta). Essi credettero che tale sospen-
« sione portasse ad una sospensione dei pagamenti
« in moneta metallica e fosse una specie di *mora-*
« *toria*. Rassicurati su questo punto, fecero un'altra
« obbiezione: — Sta bene — essi osservarono —
« dire che non c'è ragione di allarmarsi; ma se così
« è, perchè l'Amministrazione della Banca d'In-
« ghilterra, che è ben miglior giudice della situa-
« zione che non il Governo, non fa prestiti che ad
« un tasso così esagerato? Tratte di primo ordine

« su Londra, dovrebbero scontarsi a meno del 10 %:
« se la Banca non lo fa, è perchè esiste qualche pe-
« ricolo misterioso, nascosto e se non si vogliono
« correre rischi è meglio lasciare le cambiali su
« Londra tranquille. Ed è ciò che avvenne in ef-
« fetto. L'importanza delle concessioni fatte dalla
« Banca per attirare i capitali stranieri, ebbe per
« effetto di allontanarli. La Banca comprese il suo
« errore e diede prova del suo ritorno alla confi-
« denza, riducendo il tasso di sconto. Il cambio ri-
« tornò allora al suo livello normale » (1).

---

(1) Clare, opera citata.

CAPITOLO VII.

Le alterazioni delle parità monetarie

Abbiamo veduto già che cosa si deve intendere per alterazioni delle parità monetarie e quale importanza esse hanno sui prezzi dei cambî.

È questo un punto sul quale richiamiamo vivamente l'attenzione dei lettori, perchè senza un attento studio di esso, molti fatti riescono assolutamente incomprensibili. D'altra parte, poichè in molti casi lo svilimento dell'unità monetaria è dovuto alla cattiva politica, i circoli ufficiali dei paesi che si trovano in queste condizioni sono riluttanti a riconoscere ufficialmente il deprezzamento della moneta e dànno, dell'alto prezzo dei cambi, spiegazioni che sono false ed inaccettabili, ma che non servono meno, perciò, a fuorviare l'opinione pubblica ed impedirle di convergere la sua attenzione e le sue critiche sulle cause vere del male.

Prenderemo ora in esame i varî casi possibili di alterazione delle parità monetarie, considerando i rapporti che si possono stabilire tra le unità di

scambio di paesi aventi moneta aurea integrale e paesi:

1° con moneta tipo d'argento, a coniazione libera illimitata;

2° con moneta tipo argenteo, a coniazione limitata;

3° con sistema a doppio tipo (oro ed argento) e con coniazione libera per i due metalli (bimetallismo);

4° con sistema a doppio tipo e coniazione libera per l'oro e limitata per l'argento (bimetallismo zoppo);

5° con moneta di carta inconvertibile;

6° con tipo aureo ma con circolazione cartacea e divieto di esportazione dell'oro;

7° con tipo aureo ma a coniazione limitata, con o senza divieto di importazione dell'oro.

1° CASO: paese a tipo argenteo e coniazione libera.

Sia A la moneta tipo e sia B la moneta d'oro dell'estero e la parità legale sia B = 10 A. I valori reali siano, rispettivamente, di 0,9 A e di 9 A e l'equazione della parità reale B = 10 A.

Supponiamo che, mentre sul mercato dei cambi una cambiale di 100 B si quota a 1005 A, intervenga un ribasso del prezzo dell'argento sul mercato internazionale del 10%.

Il valore reale di B diventerà allora 9,9 A e la equazione della parità reale si modificherà come segue:

$$B = 11\ A$$

perchè $\frac{9,9}{0,9} = 11$.

In conseguenza di questa alterazione, il prezzo della cambiale suaccennata salirà intorno a 1100 A.

Come ciò avvenga si spiega facilmente. I possessori delle cambiali in B prima del deprezzamento dell'argento, potevano scegliere tra queste due vie: spedire la cambiale all'estero, incassarla, farsi spedire la valuta e cambiarla in A ricevendo, per 100 B, le 1000 A, ma sottoponendosi agli oneri necessari per far venire dall'estero le 100 B. Oppure potevano vendere sul mercato la loro cambiale, via certamente più vantaggiosa perchè abbiamo supposto che la quotazione fosse tale da assicurare un premio del 5 per mille.

Ma interviene il deprezzamento dell'argento, per effetto del quale il possessore della cambiale in B se la manda all'estero per l'incasso e si fa spedire l'equivalente in argento che poi porta alla zecca, incassa 1100 A. Egli non ha quindi ragione alcuna di cedere la sua cambiale, a meno che il prezzo salga tanto da fargli considerare la cessione come più vantaggiosa dell'incasso diretto, cioè salga a poco meno di 1100 A.

D'altra parte, chi deve pagare debiti all'estero deve pure rassegnarsi all'aumento. Infatti, se egli mandasse argento, dovrebbe aumentare la somma del 10 per cento per pareggiare il deprezzamento epperò avrà ancora convenienza a comperare la cambiale. Il prezzo della quale sarà compreso tra un massimo (1100 più spese d'invio della somma all'estero) ed un minimo (1100 meno spese per il ricevimento della somma dall'estero).

La quotazione di 1005 da noi supposta come precedente al deprezzamento è leggermente al di

sopra della pari e presuppone quindi una condizione di mercato con offerta piuttosto scarsa in confronto alla richiesta; il deprezzamento fa però mutare rapidamente le cose. Infatti, finchè i prezzi delle merci espressi in argento non siano aumentati convenientemente, il deprezzamento equivarrà ad un premio del 10 per cento messo sulla esportazione, premio che stimolerà gli esportatori a mandare merce all'estero. Inoltre tutti quanti avranno crediti esigibili o scontabili all'estero, si affretteranno a realizzarli, per poter fruire del premio; la speculazione prenderà essa pure parte al gioco e la conseguenza di tutto ciò sarà una grande offerta di cambiali pagabili sull'estero, per cui il prezzo di queste si fisserà in prossimità del limite minimo.

E questo stato di cose durerà fino a che la ricerca delle merci per l'esportazione e — più ancora — l'affluenza dell'argento, avrà fatto salire convenientemente i prezzi di tutte le merci e formato un nuovo stato di equilibrio.

Le fluttuazioni, allora, riprenderanno l'andamento normale, ma il prezzo medio intorno al quale si produranno non sarà più di 1000 A, ma di 1100 A per ogni cambiale di 100 B (1).

---

(1) Quando si accenna ad un nuovo stato di equilibrio, provocato da fenomeni del genere di quello di cui discorriamo, è necessario guardarsi dal facile errore di credere che il nuovo stato di equilibrio sia una ripetizione dello stato precedente, cioè che tutti i prezzi mutino nella stessa proporzione e che i rapporti tra le varie specie di merci si conservino inalterati. Ciò potrebbe verificarsi se la mutazione dei prezzi fosse simultanea ed istantanea per tutte le merci. Ma la scarsa fluidità

Facciamo ora l'ipotesi inversa e cioè che il prezzo dell'argento aumenti del 10 per cento. Il valore reale di B si ridurrà in proporzione e diven-

---

dell'ambiente economico fa sì che l'azione del fenomeno originario — nel nostro caso il deprezzamento dell'argento — non si propaghi a tutto l'organismo che in un certo periodo di tempo, mentre le varie reazioni hanno per effetto di modificare l'intensità dell'azione stessa, la quale non può così manifestarsi in ogni parte con la stessa energia. Epperò una rivoluzione di prezzi porta sempre ad una modificazione nella distribuzione dei beni e nell'ordinamento della produzione.

Nel caso nostro, una merce muterà immediatamente di prezzo — l'oro — ed il mutamento si proporzionerà alla svalutazione dell'argento. Ma ciò avverrà per il concorso di un complesso di condizioni che non si verificherà per le altre merci.

Infatti, i debitori verso l'estero, per reagire all'aumento del prezzo delle cambiali, appena questo avrà superato tali limiti da coprire le spese d'invio del metallo, cercheranno di acquistare l'oro esistente in paese e pagheranno con questo una parte dei loro debiti. Alla loro richiesta si aggiungerà quella degli speculatori, che cercheranno di comperare e di spedire all'estero quanto più oro sarà possibile, finchè il prezzo di questo si manterrà tale da presentare un margine di vantaggio.

Ma sarà per ben poco; il possessore di oro si trova nelle condizioni già accennate del possessore di cambiali; se egli invia il suo oro all'estero può ricavare un lucro notevole, epperò non cederà il suo metallo se non ad un prezzo vantaggioso. I prezzi delle merci importate aumenteranno immediatamente, ma — per un certo periodo — il livello dei nuovi prezzi si manterrà instabile ed indeterminato. E ciò perchè, in un primo tempo, l'aumento del prezzo indurrà taluni importatori a restringere le importazioni, nella speranza o di un miglioramento del cambio o di una riduzione dei prezzi sui mercati di origine. Se queste speranze sono deluse e se le importazioni continuano nella stessa misura — cioè se l'aumento del prezzo non ha per effetto di diminuire il consumo sul mercato interno — al riserbo della prima fase potrà seguire una viva richiesta,

terà di 8,1 A e l'equazione della parità reale diventerà :

$$B = 9\ A$$

perchè $\frac{8,1}{0,9} = 9$.

Sul mercato dei cambi, il prezzo della cambiale di 100 B ribasserà intorno a 900 A.

Infatti chi dovesse pagare 100 B sa che potrebbe spedire 900 A all'estero per ottenere la somma desiderata; egli non sarà quindi disposto a pagare la cambiale una somma maggiore di 900 A più gli oneri della spedizione. Il possessore di 100 B, dal

---

per cui — in questa seconda fase — i prezzi potrebbero salire anche oltre il punto massimo della prima fase. In una terza fase si potrà assistere ad una nuova contrazione e così via, con una serie di oscillazioni che — se non intervengono fatti nuovi — saranno sempre meno ampie e si avvicineranno al normale, finchè i prezzi si stabiliranno intorno ad un nuovo livello. Ma non è affatto certo che questo nuovo livello sia proporzionale alla svalutazione dell'argento. Altri elementi concorreranno a determinarlo: per esempio una minor domanda di alcune merci e le conseguenze che essa può avere sui prezzi di queste merci nel mercato internazionale. La natura delle merci che prevalgono nella massa importata e le caratteristiche del momento economico attraversato hanno pure grande influenza.

Se si tratta di macchine industriali, di materie prime, di carbone, e siamo in un periodo di grande attività economica, la massa delle importazioni non verrà — probabilmente — ridotta ed i prezzi aumenteranno proporzionalmente all'aumento del cambio. Se si tratta invece di generi di consumo e siamo in un periodo di stasi o di crisi economica, è quasi certo che la massa delle importazioni subirà una riduzione notevole ed i prezzi aumenteranno in misura minore.

Altri prezzi che muteranno rapidamente saranno quelli delle merci di possibile esportazione, l'invio di merci all'estero essendo un mezzo per creare crediti da vendere con profitto. In

canto suo, sa che se sceglie la via dell'incasso diretto, coi suoi 100 B non potrà acquistare all'estero argento per più di 900 A e che dovrà sostenere in più gli oneri della spedizione. Gli converrebbe adunque vendere la sua cambiale, anche se dovesse prendere qualche cosa meno di 900 A.

Epperò il prezzo della cambiale di 100 B resterà compreso tra un massimo di 900 A più le spese di spedizione ed un minimo di 900 A meno dette spese.

Il maggior prezzo dell'argento rappresentando così una specie di premio per l'importazione, questa sarà fortemente stimolata; inoltre, tutti quanti avranno modo di farlo, manderanno dell'argento all'estero per godere del premio, e tutti quanti, all'estero, avranno crediti nel paese con moneta A,

---

un primo periodo la ricerca di queste merci ne farà salire notevolmente il prezzo; ma l'aumento stesso, riducendo il margine di vantaggio dell'esportazione, ne frenerà la ricerca. Un altro freno verrà dal fatto che la maggior offerta di queste merci all'estero può renderne meno rimunerativa la vendita. Sicchè — sempre se non intervengono fatti nuovi — al primo periodo ne seguirà un secondo in cui i prezzi si manterranno al disotto del massimo raggiunto nel primo. La stabilizzazione si avrà dopo una serie di oscillazioni, ma qui — come nel caso delle merci di importazione — concorreranno a determinare il nuovo saggio dei prezzi altri fattori oltre quello monetario.

In sostanza, ciò che occorre tener presente è che ad una variazione dei prezzi dei cambi in un dato senso, non corrisponde necessariamente una variazione proporzionale dei prezzi di tutte le merci nello stesso senso e ciò anche quando non concorrano le particolari circostanze rilevate dal senatore Wollemborg nello studio pubblicato nel fascicolo del 16 settembre 1918 della *Rassegna Nazionale* col titolo appunto di « Ribasso dei cambi esteri ed aumento dei prezzi interni ».

cercheranno di realizzarli nella massima misura possibile.

Vi sarà, di conseguenza, una grande ricerca di cambiali pagabili sull'estero ed il prezzo di queste si manterrà vicino al massimo indicato e ciò fino a tanto che per i prezzi delle cose nel paese con moneta A si sarà formato un nuovo equilibrio (1).

[illegible]

Permarrà però, sino a che il nuovo prezzo dell'argento si conserverà, l'alterazione della parità monetaria sulla base indicata.

Le considerazioni che abbiamo fatte sin qui,

---

specialmente il secondo ha ragione *immediatamente* ed *in modo passeggero:* il primo, al contrario, tardivamente ma in modo definitivo. A lungo andare, i prezzi dei salari e delle merci, presi nel loro complesso, tendono a rialzarsi nei paesi a cambio deprezzato, ma ci vuol del tempo, talvolta molto tempo, specialmente per i salari. Essendo le merci interne più ricercate per la esportazione, aumentano naturalmente; le merci estere, dovendo esser pagate in un metallo che si è molto elevato di prezzo riguardo alla moneta del paese, aumentano anch'esse; i salari, a lungo andare, debbono evidentemente sopportarne la ripercussione, ma tale ripercussione è quasi sempre lenta e ben di rado completa... » Volume II, parte V, libro IV, capitolo IV.

Noi crediamo sia assolutamente necessario tener conto delle condizioni del paese. In paesi arretrati e con comunicazioni scarse e difficili il processo di modificazione dei prezzi può essere lentissimo ed anche incompleto; in paesi a civiltà avanzata e ben organizzati il processo può svolgersi con notevole rapidità, per quanto i salari siano in taluni casi i meno pronti e facili a modificarsi. Inoltre una notevole influenza, per ciò che riguarda la rapidità del processo, ha anche il senso in cui deve prodursi la variazione. La spinta all'aumento avrà effetto più pronto di una spinta alla diminuzione e ciò perchè l'azione dei produttori è ben più viva ed energica dell'azione dei consumatori. Si deve in ogni modo escludere ogni rapporto di proporzionalità tra le variazioni dei prezzi e le variazioni dei cambi e ciò perchè — come abbiamo detto — il nuovo stato di equilibrio non è necessariamente la riproduzione dello stato precedente.

Ma soprattutto, bisogna badare alle cause delle variazioni nel cambio. Se il deprezzamento avviene in un paese a moneta metallica sana, come nel caso da noi ora considerato, le conseguenze sono ben diverse che non quando avviene in paese a moneta cartacea svalutata, come vedremo meglio in seguito.

vanno tanto per il caso che il paese con moneta A non sia esso stesso produttore d'argento o ne produca in quantità minima, sicchè sia costretto a dipendere dall'estero per i suoi bisogni, che per il caso in cui questo paese abbia miniere proprie e provveda ai suoi bisogni ed a parte di quelli dell'estero.

Per sincerarci di ciò, facciamo anzitutto l'ipotesi che le miniere del paese diano già il massimo di produzione, sicchè un aumento di prezzo non possa essere stimolo per uno sfruttamento maggiore.

Così stando le cose un aumento del prezzo dell'argento riprodurrà esattamente il succedersi dei fenomeni che abbiamo ultimamente descritto. Chi dovrà mandare all'estero 100 B, non avrà interesse a pagare la cambiale più di 900 A oltre le spese di spedizione ed il possessore della cambiale dovrà adattarsi, non avendo mezzo alcuno per ricavare dal suo titolo un miglior profitto.

Nè lo svolgersi delle cose procederebbe diversamente nell'ipotesi che le miniere d'argento, sotto lo stimolo del più alto prezzo, possano dare una maggior produzione. Perchè questo stimolo si faccia sentire, è necessario che il prezzo dell'argento sia aumentato anche nel paese che ha la moneta A ciò che sarà quando i prezzi di tutte le altre cose, in questo paese, saranno convenientemente ribassati. Ma questa è la fase finale del processo che abbiamo prima descritto e non seguirà che dopo tutte le altre. Quanto agli effetti della maggior produzione: o questa lascerà immutato il prezzo dell'argento sul mercato internazio-

nale, ed allora non avrà influenza alcuna sul prezzo dei cambi — o questa sarà causa di una riduzione del prezzo dell'argento, ed allora tutto si modificherà in armonia col nuovo prezzo.

Se invece di un aumento di prezzo dell'argento sul mercato internazionale, facciamo l'ipotesi di una riduzione, se questa non è tale da portare ad una diminuzione della produzione delle miniere nel paese considerato, si ha una situazione analoga a quella dell'ipotesi del paese non produttore. Se invece la diminuzione del prezzo dell'argento può portare ad una riduzione nella produttività delle miniere, giova richiamare quanto si è detto per il caso dell'aumento e cioè che detta diminuzione del prezzo farà sentire i suoi effetti alla fine del processo descritto. Ed allora, se la diminuita produzione delle miniere lascerà inalterato il prezzo dell'argento sul mercato internazionale, non avrà alcuna influenza sui cambi; se provocherà invece un aumento, il nuovo prezzo sarà quello che provocherà un nuovo ordinamento di cose.

Da quanto abbiamo esposto si vede che nei paesi che si trovano nelle condizioni da noi supposte per questo primo caso, ogni variazione del prezzo dell'argento sul mercato internazionale provoca gravi turbamenti nei prezzi dei cambi ed un nuovo stato di equilibrio dei prezzi.

Le ripercussioni economiche di un rivolgimento simile sono enormi e non riguardano solo il paese interessato; naturalmente esse saranno più o meno ponderabili a seconda dell'importanza delle variazioni di prezzo e del loro carattere.

Data la natura di questo scritto, non crediamo necessario accennare qui diffusamente alle peripezie monetarie dei paesi a tipo argenteo (1).

Ci basterà rilevare che l'oro, per un complesso di ragioni che lo fanno — come dice il Leroy Beaulieux — il metallo preferito per la monetazione nei paesi a civiltà progredita, è andato — durante il secolo XIX — sostituendo l'argento come metallo tipo, in una grande quantità di paesi e che anche quelli i quali non hanno sostituito completamente l'argento, hanno però adottato, per la coniazione di quest'ultimo, una serie di limitazioni, per cui, tra i paesi civili, nessuno ha oggi il tipo argenteo pieno, così come lo abbiamo supposto in questo nostro primo caso. Questo fatto è dovuto in parte anche al notevole deprezzamento dell'argento verificatosi nell'ultimo mezzo secolo, deprezzamento però che è stato aggravato dalle limitazioni introdotte nella sua utilizzazione come metallo monetabile. Va notato tuttavia che, dopo il 1915, il valore dell'argento è aumentato notevolmente (2).

---

(1) Il lettore che desiderasse avere notizie maggiori in proposito potrà consultare tutte le opere da noi citate e specialmente il Loria: « Valore della moneta ».

(2) Il tipo argenteo è rimasto caratteristica dei paesi orientali e, con notevoli limitazioni e talvolta in unione con loro, di pochi paesi americani ed europei. I profondi mutamenti nell'economia mondiale conseguenti alla guerra, hanno messo varî paesi in grado di trasformare il loro sistema monetario, abbandonando il tipo argenteo per quello aureo. Così l'Argentina, il Brasile, la Spagna.

L'Inghilterra, che aveva il doppio tipo, nel 1798 sospese la coniazione dell'argento e nel 1816 adottò il tipo aureo: la Francia dal 1803 ha il doppio tipo; nel 1865 promosse e formò la

Se noi consideriamo il primo dei casi esaminati (ipotesi di un deprezzamento dell'argento sul mercato internazionale) vediamo che l'equazione della parità reale diventa:

$$B = 1 1 A$$

e cioè che il prezzo di B, espresso in moneta A, aumenta di 1. Si dà a questo aumento il nome di *aggio* della moneta B sulla moneta A.

Unione Monetaria Latina, la quale conservò il doppio tipo solo per i primi anni.

Infatti con un accordo del 1874 la coniazione della moneta d'argento da 5 lire — la sola che ha corso libero in tutti gli Stati dell'Unione — venne limitata e qualche anno dopo, nel 1878, definitivamente proibita. La Germania, riordinando la sua circolazione monetaria dopo il 1870, adottò pure il tipo oro e l'esempio fu seguito dall'Austria nel 1892. L'India abolì la libera coniazione dell'argento nel 1893, ed in seguito alla conseguenza di questo fatto gli Stati Uniti d'America, che nel 1873 avevano vietato la coniazione dell'argento, poi l'avevano ripristinata col Bland Bill (1878) e col Sherman Act (1890) abbandonarono nuovamente la coniazione dell'argento ed il Sherman Act venne abolito (1893).

Dopo lo scoppio della guerra europea il prezzo dell'argento sul mercato di Londra è salito senza interruzioni. Da una tabella annessa al bellissimo volume del Direttore Generale della Banca d'Italia su « Le condizioni della circolazione e del mercato monetario durante e dopo la guerra » risulterebbero le quotazioni seguenti per oncia standard:

gennaio	1913	pences	28,993	gennaio	1917	pences	36,632
»	1914	»	26,573	»	1918	»	44,355
»	1915	»	22,730	»	1919	»	48,437
»	1916	»	26,960	dicembre	1919	»	76,432

Attualmente (ottobre 1920) le quotazioni oscillano intorno a pences 56. Si tenga conto però, per i prezzi degli ultimi due anni, del deprezzamento della valuta inglese, che ha raggiunto in certi periodi anche il 20 %.

Nel secondo dei casi esaminati (ipotesi di un aumento del prezzo dell'argento sul mercato internazionale) l'equazione della parità reale diventa:

$$B = 9A$$

e cioè il prezzo di B, espresso in moneta A, diminuisce di 1. Si dà a questa diminuzione il nome di *disaggio* della moneta B in rapporto alla moneta A.

Si può dunque dire che, quando si hanno alterazioni della parità reale, il corso del cambio (prezzo di una cambiale di 100 B) è dato dall'equivalente legale, più l'aggio, più o meno le fluttuazioni; oppure dall'equivalente legale, meno il disaggio, più o meno le fluttuazioni.

Di questi tre elementi il primo è determinato dalla legge e si può considerare come fisso ed immutabile; il secondo proviene dalle alterazioni della parità monetaria ed associato al primo determina quel punto di equilibrio provvisorio intorno al quale oscillano i prezzi del cambio, sinchè non è tolta o variata l'alterazione della parità monetaria; il terzo è determinato dalle condizioni del mercato dei cambi ed è il più instabile e soggetto a mutazioni.

Il primo elemento è facilmente determinabile, senza possibilità di errore e con grande precisione; il secondo è pure, in molti casi, determinabile; il terzo non si può determinare che per differenza, dopo che gli altri due sono noti. E se avviene, come in talune condizioni, che il secondo ed il terzo si associno, confondendosi in modo inscindibile, anche il secondo elemento diventa di determinazione difficile ed incerta.

2° CASO: sistema con moneta a tipo argenteo e coniazione limitata.

In ogni sistema libero di monetazione, il *pregio* che la moneta ha come strumento di circolazione e di scambio, cioè la sua potenza d'acquisto, il suo valore reale, coincide necessariamente col pregio che essa ha come porzione di metallo prezioso.

Le eventuali discordanze non possono essere di lunga durata, intervenendo prontamente elementi efficaci ed automatici di correzione. Appena il pregio della moneta come tale eccede il valore del metallo, tutti hanno interesse a portare del metallo alla zecca per tramutarlo in moneta. Appena il valore del metallo eccede il pregio della moneta, tutti hanno interesse a fondere delle monete per utilizzare il metallo in esse contenuto. Nel primo caso l'aggiunta di moneta alla circolazione e nel secondo la sottrazione, fanno sì che si mantenga l'equilibrio tra la quantità di denaro disponibile e gli affari a cui deve servire.

Epperò, il valore del metallo contenuto nella moneta è ciò che determina il valore reale della moneta stessa, la sua capacità come strumento di scambio, la sua potenza di acquisto.

Ma in un sistema vincolato, i fattori automatici di correzione non intervengono più ad assicurare la coincidenza del valore reale della moneta, cioè del suo pregio come strumento di scambio, col valore del metallo contenuto nella moneta stessa.

Ed il valore reale può divergere notevolmente dal valore metallico. Esso dipende dalla quantità della moneta in circolazione e dalla velocità di circolazione della stessa.

Se la quantità è limitata, il valore reale può salire al di sopra del valore metallico (1). Ma la reciproca non risponde al vero. Infatti, quand'anche la moneta in circolazione fosse eccessivamente abbondante, il suo valore reale non potrebbe scendere mai al disotto del valore del metallo in essa contenuto (2).

Riprendiamo ora in esame l'ipotesi già fatta, di due monete, A e B, di cui la prima sia la moneta-tipo d'argento nelle condizioni supposte per questo secondo caso e B sia la moneta d'oro dell'estero.

Fin che la quantità di moneta in circolazione sarà adeguata ai bisogni, il valore reale della moneta starà nei limiti segnati dalla legge. Ma se, per una qualsiasi ragione — sviluppo impreveduto di affari, tesoreggiamenti inusitati, insufficienza degli organi preposti al governo della circolazione, ecc. — la moneta diventa scarsa, il suo valore reale aumenta. Supponiamo che questo aumento sia

---

(1) Loria: *Il valore della moneta* - Cap. VI.

(2) È difficile anche che il valore reale si mantenga per lungo tempo molto al disopra del valore metallico, perchè, pur restando — nominalmente — la coniazione limitata, di fatto diventerebbe senza limiti per le coniazioni clandestine dei privati, fatte all'interno ed all'estero. I possessori di metallo sono infatti fortemente stimolati a coniare delle monete, per lucrare la differenza. Vedi, a questo proposito, il Loria, opera e luogo citati alla nota precedente, il quale ricorda che nel 1775, avendo la Banca d'Inghilterra posti in circolazione dei dollari spagnoli ad un valore eccedente di un pence quello intrinseco, i commercianti in metalli preziosi non tardarono a trar profitto di tale vantaggio ed importarono una quantità ragguardevole di dollari simiglianti, su cui avevano impresso un marchio uguale.

tale da farlo salire da 0,9 ad 1. L'equazione della parità reale diventerà allora:

$$B = 9\,A$$

perchè $\frac{9}{1} = 9$.

In conseguenza di ciò, B presenterà un disaggio di 1 A in confronto ad A ed i corsi del cambio ribasseranno in conformità.

Il prezzo della cambiale di 100 B sarà di 1000 A (valore secondo la parità legale) diminuito di 100 A (disaggio di B su A per 100 B) e cioè di 900 A con in più od in meno le fluttuazioni.

È facile vedere che il prezzo non può essere nè maggiore nè minore di quello indicato. Infatti, se il possessore di cambiali B chiedesse, per la cessione del suo effetto, più di quanto gli può spettare in seguito all'alterazione della parità monetaria, coloro che devono inviare denari all'estero avrebbero convenienza a comperare dell'oro e farne la spedizione. Così pure se essi volessero pagare, al possessore di cambiali B, meno di quanto gli spetta, egli avrebbe convenienza a far venire dell'oro dall'estero.

Il sistema che stiamo considerando, nonostante l'apparenza diversa, ha molti punti di contatto con un sistema a moneta di carta inconvertibile: le differenze sono costituite soltanto dal fatto che, la moneta d'argento avendo un valore come metallo, non può mai deprezzarsi tanto da veder scendere al disotto di questo il suo valore reale e che la moneta è costosa, invece di essere — come nel caso della carta — di costo pressochè nullo.

Rimandiamo quindi talune importanti osservazioni che si potrebbero qui fare, a quando diremo della carta moneta. E ciò anche perchè il monometallismo argenteo a coniazione limitata, più che un sistema, va considerato come uno stato di fatto, determinato dal passaggio da un sistema ad un altro; oppure è integrato da provvedimenti che ne mutano i caratteri e dànno luogo a quelle forme note sotto il nome di bimetallismo zoppo e sotto quello di sistema del cambio aureo (1).

Del bimetallismo zoppo diremo discorrendo del bimetallismo, poichè da esso deriva e vorrebbe esserne una correzione od un perfezionamento: il sistema del cambio aureo può invece trovare posto qui, poichè, per quanto esso si possa — a seconda dei casi — considerare come una forma di bimetallismo zoppo o di monometallismo argenteo a coniazione limitata, deriva da quest'ultimo sistema, almeno nel paese dove ha trovato la sua più importante applicazione: l'India (2).

L'India, dopo il 1893, presenta uno dei più interessanti casi di monometallismo argenteo a coniazione limitata (3).

Prima della riforma del 1893, l'India Inglese aveva il monometallismo argenteo a coniazione illimitata: la moneta tipo — la rupia — conteneva grammi 10,69 di metallo bianco e valeva scellini

(1) Tale il caso dell'Olanda, appunto durante la riforma monetaria iniziata nel 1873 ed in Austria dopo il 1879. Vedi Pierson e Loria, opere citate.

(2) Vedi Loria: « Il sistema del cambio aureo » in *Riforma Sociale* - marzo-aprile 1917.

(3) Vedi Loria: « Il valore della moneta », cap. VI.

1 e 10 1/2 pences, in base al rapporto di 15 1/2 tra il valore dell'oro e quello dell'argento. Il ribasso dell'argento fece ribassare il valore della rupia, ciò che, date le particolari condizioni del Governo Indiano, aveva conseguenze assai dannose.

Infatti le spese che il Governo Indiano fa a Londra, sono pagate con tratte sull'India che il Consiglio Indiano (Indian Council) emette e vende sulla piazza di Londra contro oro. Queste spese sono molto ragguardevoli (da 18 a 20 milioni di sterline annuali prima della guerra) e le vendite delle tratte del Consiglio Indiano (conosciute col nome di cambiali del Consiglio — Council-bills) provocavano un ribasso del prezzo delle cambiali del commercio ed anche dell'argento — usato, prima del 1893, come uno dei mezzi di pagamento di debiti verso l'India — ed una susseguente svalutazione che rendeva più onerosi, per il Governo indiano, i debiti verso l'Inghilterra, pagabili in oro; epperò, di fronte a questo fatto, al persistere del ribasso dell'argento, al timore di una accentuazione di esso, in seguito a possibili mutazioni nella politica monetaria degli Stati Uniti, il Governo risolse di rompere il vincolo che legava il valore reale della rupia al prezzo dell'argento, vietando, nel giugno del 1893, la coniazione della rupia per conto dei privati (1).

Tale provvedimento non riuscì però a stabilizzare il valore della rupia al pari legale di scellini 1 e 4 pences. Come osserva giustamente il Pierson (2),

(1) Nicholson: Economia politica - libro III, cap. XXVI.
(2) Pierson, opera citata.

se la rupia non può più ribassare in conseguenza di nuove coniazioni, non è impedito il ribasso derivante da una riduzione temporanea o permanente della domanda di medio circolante. Pare poi che il Governo non abbia tenuto conto del ritorno in circolazione di monete tesoreggiate e della coniazione fraudolenta. Comunque sia, il fatto è che la rupia continuò a ribassare, per quanto con minor velocità dell'argento, ed anche le cambiali del Consiglio non poterono mantenersi al prezzo legale e dovettero essere vendute al prezzo del mercato.

Il rimedio a questo stato di cose poteva trovarsi in un passo decisivo verso l'istituzione del bimetallismo zoppo, accordando ai possessori di rupie il diritto di cambiarle in oro secondo un rapporto fissato dalla legge.

Ma pare che la tema che la quantità d'oro richiesta per la conversione fosse molto ragguardevole, abbia trattenuto il Governo dal seguire tale via. Si ebbe pure una proposta del Lindsay, il quale, sulla base di quanto si era praticato, in altri tempi, nel Canadà e dalle banche scozzesi, voleva che la rupia fosse resa convertibile in cambiali pagabili in oro su Londra *(reverse Council bills)* secondo il rapporto fisso di scellini 1 e 4 per ogni rupia. Ma il Governo non ha creduto di accogliere questo progetto: il sistema attualmente in vigore è sorto dalle condizioni di fatto che si sono formate in seguito al divieto di coniazione dell'argento ed alla necessità in cui si è trovato il Governo di vendere le cambiali del Consiglio ad un prezzo diverso del pari legale.

E precisamente, il Governo vende a Londra dei

Council bills ed in India dei *reverse Council bills* al prezzo che gli pare più conveniente, date le condizioni del mercato e quelle della circolazione e si serve di queste vendite — che allarga o restringe — per regolare la circolazione della rupia, intervenendo energicamente appena il valore di questa moneta accenna a ribassare.

In sostanza questo sistema è un monometallismo argenteo a coniazione limitata, sul quale si è innestato il meccanismo delle cambiali del consiglio, come mezzo per controllare la circolazione e mantenerla o ricondurla nelle condizioni volute, per conservare tra la rupia e l'oro il rapporto fissato dalla legge.

Vendere dei *Council bills* a Londra, significa far entrare delle rupie nella circolazione indiana; vendere dei *reverse Council bills* in India, significa sottrarre delle rupie alla circolazione. Nel primo caso, infatti, il Governo emette dei titoli che dovrà ritirare in India, consegnando delle rupie al loro possessore; nel secondo caso emette dei titoli pagabili in oro, ritirando l'equivalente in rupie.

Noi abbiamo veduto che il rapporto legale tra la rupia e la sterlina è di 15 a 1 (una rupia scellini 1 e 4), ma il Governo vende le sue cambiali anche al disotto di questo prezzo. È fatta eccezione soltanto pel caso in cui la emissione di nuovi *Council bills* a Londra non possa essere fronteggiata, in India, che con la coniazione di nuove rupie. In questo caso, i *Council bills* non si possono vendere a meno di una sterlina ogni 15 rupie.

Per tutti gli altri casi il Governo può discendere al disotto di questo prezzo massimo, ma è facile ve-

dere che esso non è l'arbitro assoluto dei prezzi dei *Council bills*. Infatti, questi non sono il solo mezzo di pagamento accessibile ai debitori inglesi verso l'India.

« ... Costoro — scrive il Loria nello studio già « ricordato — possono pagare i loro debiti spe- « dendo oro, e perciò non sono mai disposti a « spendere, nell'acquisto delle cambiali governa- « tive, più che il valore dell'oro, accresciuto delle « spese di trasporto. Dunque non appena il Go- « verno Indiano esiga più che quell'ammontare « per le sue cambiali, esso provoca l'esportazione « all'India di oro, che poi deve essere rispedito « a Londra in pura perdita. Ma poi le cambiali « del consiglio entrano pure in concorrenza con « l'oro, spedito dall'Australia, o dall' Egitto, che « è gravato di una spesa di trasporto minore di « quello spedito dall' Inghilterra. Per es. : Tizio, in- « glese, che deve fare un pagamento all' India e « sa che una data quantità di oro sta per essere « spedita dall' Australia all' Inghilterra, e quindi « per transitare dall' India, può telegrafare allo « speditore di quest'oro : pagatelo invece in In- « dia, per me, ed io pagherò il vostro debito a « Londra. Così il debitore australiano verso Lon- « dra risparmia le spese di trasporto dell'oro dal- « l'India a Londra ed il debitore inglese verso « l'India risparmia l' eccedente delle spese di tra- « sporto dell'oro da Londra all'India su quelle « dell'Australia all'India. Dunque in tal caso il « valore delle cambiali del consiglio non può ec- « cedere sensibilmente il valore dell'oro accresciu- « to di una somma eguale alle spese di trasporto

« dall' Australia all' India; ed è tanto minore,
« quanto maggiore è la quantità d'oro che passa
« per l' India venendo dall'Australia.

« Così ancora : se dell'oro sta per essere spedito
« dall'Egitto all' Inghilterra, il debitore inglese ver-
« so l' India può telegrafare allo speditore : spedi-
« telo invece in India ed io pago subito il vostro
« debito a Londra. Così il debitore inglese rispar-
« mia l'eccedente delle spese di trasporto dell'oro
« dall' Inghilterra all' India e ciò costituisce un al-
« tro limite al valore della cambiale del consiglio ».

Analoghe considerazioni si devono fare per i *reverse Council bills* venduti in India a chi ha debiti verso l' Inghilterra; è sempre possibile sottrarsi ad un prezzo eccessivo inviando dell'oro a Londra.

Se consideriamo questo sistema staccandolo, per un momento, da quello che può essere la funzione di regolare la circolazione, vediamo che esso rientra perfettamente nel quadro tipico del monometallismo argenteo a coniazione limitata e che i prezzi dei cambi — cambiali del Consiglio — si determinano in base agli stessi principî.

I *reverse Council bills* rappresentano le cambiali B della nostra ipotesi ed il prezzo massimo che possono raggiungere è rappresentato dal costo dell'oro in India, più spese invio a Londra.

Ma il costo dell'oro in India è dato, a sua volta, dal valore legale della rupia più l'aggio; sicchè il prezzo del cambio risulta costituito da quegli stessi elementi che abbiamo veduto nella ipotesi ricordata.

La necessità di regolare la circolazione può mutare questo stato di cose? Verificandosi un deprez-

zamento della rupia, può essere conveniente agevolare l'acquisto di *reverse Council bills* per ridurre l'eccesso di circolazione, offrendo dette cambiali ad un prezzo che ne renda vantaggioso l'acquisto. Ma poichè ogni vendita di queste cambiali in India, rappresenta l'impegno di pagare a Londra in oro l'equivalente di esse, c'è un limite al prezzo minimo di queste cambiali ed è segnato dalla spesa con cui il Tesoro Indiano può procurarsi a Londra l'oro che gli è necessario. La spesa minima si ha quando i *Council bills* possono essere venduti a Londra al prezzo massimo, il quale, come si è veduto, non può superare l'onere che il debitore inglese dovrebbe affrontare per pagare il suo debito con una spedizione di oro.

Si può pensare che il Governo Indiano, in caso di necessità, allo scopo di assorbire l'eccesso di circolazione, possa essere indotto a vendere i *reverse Council bills* anche sotto costo, nella considerazione che quello che esso viene così a perdere in India, gli sarà dato di ricuperare in Inghilterra. Ma questa politica richiede una grande disponibilità d'oro a Londra, mentre lo scopo a cui essa mira si può conseguire altrettanto bene, limitando o sospendendo per un certo periodo di tempo, la vendita dei *Council bills* a Londra e, di conseguenza, esonerando le casse indiane dalla necessità di rimettere in circolazione le rupie che ad esse affluiscono per ragioni diverse. Ed è questa la via che, finora, è stata scelta di preferenza (1).

(1) Casi di deprezzamento della rupia si sono verificati dopo l'introduzione del sistema; nè sempre hanno potuto essere efficacemente fronteggiati

La necessità di regolare la circolazione non muta dunque, in via normale, il gioco delle forze che determinano il prezzo dei cambî; gioco che, nel sistema del cambio aureo, così come viene applicato nell' India Inglese, non si scosta da quello che abbiamo veduto per il puro monometallismo argenteo a coniazione limitata.

In Europa, secondo il Loria (1), si poteva considerare che si accostassero al sistema del cambio aureo l'Austria-Ungheria ed il Belgio, ma la guerra ha mutato radicalmente le condizioni preesistenti ed ancor oggi non è possibile vedere quali saranno le nuove definitive sistemazioni.

3° CASO : sistema a doppio tipo (oro ed argento) e coniazione libera per i due metalli (bimetallismo).

Il bimetallismo è un sistema che presenta questi tre caratteri :

1°) l'oro e l'argento hanno potere liberatorio illimitato, cioè il debitore può pagare i suoi debiti in quello dei due metalli che reputa più conveniente e per qualunque somma;

2°) il rapporto di valore tra i due metalli è fissato per legge ed immutabile;

3°) la coniazione dei due metalli è libera, cioè i privati possono portare alle zecche quanto metallo vogliono per la coniazione, senza limite alcuno di quantità.

---

(1) Vedi in *Riforma Sociale* già citata.

La necessità della seconda delle condizioni su accennate, cioè della determinazione per legge del rapporto fisso di valore tra i due metalli, appare evidente appena si consideri che la coniazione delle monete non può farsi, che prendendo per base un determinato rapporto di valore tra i due metalli. Quale sarà questo rapporto? Quello esistente tra il valore commerciale dei due metalli al momento della coniazione? Supponiamo che così sia e consideriamo il caso, più che probabile, che tale rapporto muti dopo un certo tempo. In base a quale rapporto si procederà alle nuove coniazioni? Se in base al rapporto nuovo, diventerebbe necessario ritirare e rifondere tutte le monete in circolazione, cosa praticamente impossibile, oppure lasciare in circolazione le monete coniate in base al vecchio rapporto accanto alle monete coniate in base al rapporto nuovo, il che porterebbe alla coesistenza di serie diverse di monete e di serie diverse di prezzi, cioè ad un vero caos monetario con tutte le conseguenze che ne derivano.

Oppure si potrebbe conservare, anche per le nuove coniazioni, il rapporto vecchio, dando a questo, per legge, un carattere di perpetuità. Ed è quello che si è fatto.

Senonchè, fissare per legge il rapporto di valore tra i due metalli non basta; bisognerebbe che lo Stato riuscisse a mantenere tale rapporto nella realtà, il che non è possibile. Gli Stati Uniti, col Bland Act e col Sherman Act, già ricordati, hanno fatto sforzi enormi per sostenere il prezzo dell'ar-

gento. Il Tesoro Americano, su 675 milioni di once d'argento, prodotte negli Stati Uniti dal 1878 al 1893, ha comperato e messe da parte once 459.946.000. Questa quantità corrisponde al 28% della produzione dell'argento nel mondo intero; con tutto ciò il valore dell'argento continuò a diminuire e la quantità di oro che nel 1878 valeva 17.94 volte il corrispondente peso di argento, nel 1893 ne valeva 25.77. (1)

Impossibile dunque mantenere immutato il rapporto tra il valore di mercato dei due metalli ed impossibile anche variare il rapporto di valore preso per base della coniazione, secondo le variazioni dei valori di mercato.

La conseguenza di questa impossibilità è che, appena il rapporto fissato dalla legge tra i valori dei due metalli ed il rapporto del loro valore commerciale cessano di coincidere, una delle due monete si trova valutata in misura inferiore al prezzo di mercato del metallo in essa contenuto. Ed allora, per una nota legge, che dal nome di colui che la formulò per la prima volta si chiama *legge di Gresham* (2), questa moneta — valendo più come pezzo di metallo che come moneta — spa-

---

(1) Vedi Leroy Beaulieu. Op. citata, parte V - libro II, capo IV.

(2) Il Gresham era un ricco negoziante di Londra, che viveva ai tempi di Edoardo V e della regina Elisabetta, cioè intorno alla metà del secolo XVI. Fu il fondatore della Banca di Londra e la sua grande esperienza in materia lo condusse a formulare la legge secondo cui in ogni paese in cui sono in

risce dalla circolazione per lasciar posto all'altra.

E poichè avviene assai raramente che i due rapporti si mantengano identici per un lungo periodo di tempo, date le oscillazioni continue dei prezzi di mercato, ne viene che in circolazione rimane, effettivamente, solo la moneta che contiene, in metallo, il minor valore.

Il bimetallismo, per tale fatto, si riduce ad essere, in realtà, un tipo alternativo nel quale il monometallismo aureo e quello argenteo si alternano, secondo le vicende dei valori di mercato, sempre restando in circolazione le monete del metallo che, per il momento, è il più deprezzato (1).

---

circolazione due monete legali, la moneta cattiva scaccia la buona. Questo fatto era noto anche agli antichi.

Il Leroy Beaulieu, nell'opera già citata, scrive: « La legge « di Gresham è così solamente l'applicazione in un campo par- « ticolare di una legge economica generale; quando due og- « getti sono egualmente adatti ad una funzione, ma l'uno di « essi ha un valore notevolmente maggiore per altri scopi, si « sottrarrà in definitiva, sempre questo alla funzione per cui « ambedue sono egualmente adatti, per conservarlo per le fun- « zioni dove la sua superiorità è riconosciuta. La legge di « Gresham è, in una parola, un aspetto, concernente un ordine « speciale di fenomeni, del principio generale del minimo sforzo « o dell'economia degli sforzi e dei valori. »

Ma questa illustrazione dell'economista francese considera solo un aspetto del fenomeno; quello per cui si porta alla coniazione solo il metallo di minor valore e, dovendo pagare dei debiti, si impiega la moneta più deprezzata.

La scomparsa del metallo di maggior valore dalla circolazione, è dovuta al fatto che la sua trasformazione da metallo monetato in metallo commerciabile, permette di realizzare un certo lucro. Vedi in nota seguente, come il Leroy Beaulieu stesso descrive il modo con cui la legge di Gresham agisce.

(1) Come avvenga la sottrazione del metallo di maggior va-

Quando la differenza tra il rapporto legale ed il rapporto commerciale del valore dei due metalli è tenuissima, i due metalli possono coesistere, per un periodo di tempo considerevole, nella circola-

---

lore, il Leroy Beaulieu descrive nei termini seguenti: « Il « metodo per far scomparire il metallo avente maggior va- « lore in verghe che in moneta è semplicissimo e sicurissimo « quando le zecche rimangono aperte alla coniazione dei due « metalli a norma della tariffa legale. Le nostre leggi, ad esem- « pio, hanno adottato il rapporto di 1 a 15 1/2 per il valore « dell'oro e dell'argento in moneta ossia 1 gramma d'oro vale « 15 1/2 grammi d'argento. Supponiamo che il rapporto di va- « lore muti sul mercato delle verghe e l'oro valga 16 volte il « proprio peso in argento; lo speculatore accorto si procura « un determinato peso di argento, lo porta alla zecca e riceve, « dopo alcuni giorni od alcune settimane, senza spese o con « una spesa minima, una somma di scudi, strettamente eguale « alle verghe da lui portate alla zecca (non compresa la lega); « con queste monete da 5 lire egli si procura una quantità di « monete d'oro il cui metallo fino rappresenta relativamente « all'argento fino contenuto nelle monete da 5 lire, un peso « equivalente a 15 volte e 1/2 il peso d'argento; dopo aver fuso « l'oro compra con le verghe ottenute delle verghe d'argento « 16 volte più pesanti delle verghe d'oro. Perchè il rapporto « commerciale è di 1 a 16 fra i due metalli, mentre il rapporto « monetario è di 1 a 15 1/2; egli ha guadagnato in tal modo « tutta la differenza tra 15 1/2 e 16 d'argento, meno le spese « sopportate per la coniazione, spese del rimanente insigni- « ficanti, che noi possiamo per ora trascurare; egli dopo aver « ottenuto così un trentunesimo di guadagno sulla sua opera- « zione, porta nuovamente le sue nuove verghe d'argento alla « zecca e rinnova la sua operazione con la maggiore rapidità « consentita dagli indugi della coniazione e dal tempo neces- « sario per cambiare le monete d'argento consegnategli dalla « zecca con monete d'oro in circolazione. Ad ognuna di queste « operazioni, egli guadagna la differenza fra 15 1/2 e 16, meno le « spese della coniazione o l'interesse durante la coniazione « stessa; salvo queste deduzioni, egli guadagna per ogni ope-

zione; in questa però finisce col diventare preponderante la massa delle monete del metallo di minor valore, perchè solo questo metallo, com'è naturale, viene portato alla zecca per nuove coniazioni (1).

Agli effetti del problema che ci interessa, cioè del prezzo dei cambî, quando il metallo in circolazione è l'argento, noi ci troviamo nelle stesse condizioni considerate per il primo dei casi suppo-

---

« razione il 3,22 per 100 circa. Siccome l'operazione si può facil-
« mente rinnovare (supponiamo che sia necessario un mese,
« il che certamente è eccessivo, il guadagno annuo, salvo le
« deduzioni tenuissime per i motivi suaccennati, è del 38 per
« cento in cifra tonda. Operazioni siffatte del rimanente non
« vanno incontro ad alcun rischio; siccome l'operazione della
« coniazione è rapida, e così pure lo scambio delle monete
« d'argento con le monete d'oro, vi sono poche probabilità che
« il rapporto commerciale di valore fra le verghe dei due metalli
« venga sensibilmente modificato in senso contrario durante
« questo breve intervallo. L'operazione non esige molta capa-
« cità ed intuito commerciale; essa può compiersi da tutte le
« persone alquanto accorte le quali posseggono un qualche
« capitale. Quando per ciò il rapporto commerciale di valore
« delle verghe dei due metalli differisce sensibilmente, per un
« certo tempo, dal rapporto di valore monetario dei metalli me-
« desimi in un paese determinato, è necessario poco tempo,
« alcuni mesi, tutt'al più uno o due anni perchè il metallo
« avente maggior valore in verghe che in moneta scompaia dalla
« circolazione ». Leroy Beaulieu, op. e luogo citati.

(1) Il rapporto legale tra l'oro e l'argento, al principio del secolo scorso era, negli Stati Uniti, di 1 a 15 mentre il rapporto tra il valore commerciale dei due metalli era di 1 a 15,7. Questa differenza fu più che sufficiente a provocare una fuga generale della moneta d'oro, tanto che nel 1834 gli americani si decisero a modificare il loro sistema monetario, togliendo al loro dollaro d'oro il 6,589 per cento del metallo prezioso in esso contenuto e facendo il rapporto legale di 1 a 15,988.

La Francia ha fatto, dal 1803 al 1873 un lungo esperimento

sti, cioè il monometallismo argenteo a coniazione illimitata. Quando invece il metallo in circolazione è l'oro, allora non si fa luogo alla possibilità di alterazioni delle parità monetarie.

Ma che avviene quando, lieve essendo la differenza tra i due rapporti di valore, rimangono in circolazione i due metalli, l'uno accanto all'altro?

In questo caso i prezzi del cambio si determine-

---

di bimetallismo, adottando il rapporto di 1 a 15 1/2 tra il valore dell'oro e quello dell'argento. « Dal 1803 al 1820 — scrive « il Pierson — il rapporto fu 9 anni più alto e 9 anni più basso « di 15 1/2; era quindi ragionevole aspettarsi che le due specie « di moneta fossero coniate in quantità press'a poco uguali. « È precisamente quello che avvenne: si coniarono 875 milioni « di franchi in oro e 1018 milioni di franchi in argento — com- « presa la moneta divisionaria. Dal 1821 al 1847 l'oro diventò « sempre più caro; in conseguenza di ciò, la coniazione doveva « essere quasi interamente d'argento, e tale fu effettivamente: « si coniarono 301 milioni di franchi in oro e 2778 milioni di « franchi in argento. Ma poi venne l'oro della California e « dell'Australia: il rapporto di *valore* fra i due metalli ribassò « nuovamente ed è interessante vedere quale influenza ciò ebbe « sulle coniazioni. Queste furono:

	Rapporto medio fra oro e argento	Oro	Argento
dal 1848 al 1852	15,67	Fr. 448 milioni	Fr. 543 milioni
» 1853 » 1856	15,35	» 1795 »	» 102 »
» 1857 » 1866	15,35	» 3516 »	» 55 »

« Poscia la produzione dell'argento aumentò, mentre quella « dell'oro diminuì e la domanda d'argento dell'India inglese, « che era stata molto forte al tempo della guerra civile ameri- « cana, diminuì. In causa di ciò, l'oro diventò relativamente « alquanto più caro: il rapporto di valore fra i due metalli « negli anni dal 1867 al 1873 raggiunse la media di 15,62. Subito « allora la coniazione dell'argento ritornò importante: in quegli « anni si coniarono 878 milioni di franchi in oro e 587 milioni « in argento ». Pierson, op. citata, parte II.

ranno in base alla moneta più apprezzata, poichè il debitore, che può trovare questa in circolazione ed averne senza oneri, non consentirebbe mai a pagare per le cambiali estere un prezzo più alto, il quale dovrebbe invece corrispondersi se fossero valutate sulla base della moneta meno apprezzata. Naturalmente, questo fatto accelererà l'uscita dalla circolazione del metallo di maggior valore.

In linea storica è da osservare che il bimetallismo, adottato in molti paesi europei ed americani nella prima metà del secolo scorso, finì con l'essere universalmente abbandonato (1).

La Francia si tenne a questo sistema per circa tre quarti di secolo — dal 1803 al 1873 — ma fu la stessa esperienza sua che fece sorgere contro il bimetallismo i maggiori avversari. Nel 1867, in una conferenza monetaria tenuta a Parigi, tutti gli Stati rappresentati — ad eccezione di uno,

(1) Il Pierson osserva che gli avvenimenti che si sono verificati in Francia nei primi tre quarti del secolo XIX forniscono elementi di grande importanza per il giudizio del sistema. « Essi insegnano chiaramente che, qualunque sia l'effetto del « doppio tipo in un territorio molto esteso, un paese solo o un « piccolo numero di paesi non può che risentire effetti dannosi « dall'applicazione di questo sistema. È stata senza dubbio una « grande fortuna per l'umanità che la Francia abbia accolto « l'oro diventato esuberante e dato in cambio argento; però « nessuno potrà affermare che la Francia stessa se ne sia tro- « vata bene. Grandi movimenti ne derivano spesso sul suo mer- « cato monetario: l'oro non arrivò sempre, quando l'argento se « n'era andato; l'argento non se ne andò sempre appena l'oro « comparve; furono quindi inevitabili grandi fluttuazioni dello « *stock* metallico, e tali fluttuazioni non sono mai un bene per un paese ».

l'Olanda — emisero un voto a favore del monometallismo aureo.

La Germania, con la riforma del 1871, passò a questo sistema, ciò che creò un nuovo pericolo per i paesi rimasti al bimetallismo, che per la riforma tedesca ed il persistente ribasso dell'argento, previdero che la parte aurea della loro circolazione sarebbe stata sostituita da monete d'argento. E nel 1874 gli Stati aderenti all'Unione Monetaria Latina fecero un primo passo, limitando la coniazione delle monete d'argento da 5 franchi — le sole aventi corso legale in tutto il territorio dell'Unione — ad una somma da fissarsi annualmente. Il secondo passo, ed il più decisivo, venne fatto nel 1878 col divieto di coniazione dell'argento.

In tal modo questo importante gruppo di paesi passava dal bimetallismo a quell'altro sistema, noto sotto il nome di bimetallismo zoppo.

4° CASO: paesi con sistema a doppio tipo e coniazione libera per l'oro e limitata per l'argento (bimetallismo zoppo).

Si ha il bimetallismo zoppo quando, di fianco alla moneta aurea coniabile senza limiti, circola una moneta d'argento a coniazione limitata, che ha pieno potere liberatorio ed è convertibile in oro ad un pari fissato dalla legge.

Quando manchi quest'ultima condizione, si ha — come abbiamo veduto precedentemente — un monometallismo argenteo a coniazione limitata, non bastando la contemporanea esistenza nella circolazione di monete d'oro e d'argento, a dar luogo al sistema di cui discorriamo.

Nel quale sistema, quando la circolazione sia saggiamente governata, i prezzi si determinano in base all'oro, appunto in virtù della piena convertibilità dell'argento; e quando, per causa di un anormale stato della circolazione, i prezzi delle cose cessano di essere in funzione con l'oro, è il meccanismo della piena convertibilità che denuncia l'esistenza di uno stato patologico della circolazione.

In realtà il bimetallismo zoppo, nella sua essenza, è un monometallismo aureo e ciò è nettamente riconosciuto anche in atti legislativi di paesi che dimostrarono sempre una particolare tenerezza per l'argento. I preliminari del *Currency Act* con il quale, nel 1900, gli Stati Uniti hanno riordinato la circolazione, introducendo il bimetallismo zoppo nella sua forma tipica, affermano che « ... il dollaro in oro è la unità legale del valore e le monete di qualunque forma emesse o coniate dagli Stati Uniti, saranno mantenute a parità di valore con questa valuta legale. » (1).

La moneta d'argento vi fa la parte di una moneta rappresentativa, di un assegno fiduciario (2) il cui valore deriva, in ultima analisi, dalla sicurezza che si ha di poterlo convertire in oro, secondo il rapporto fissato dalla legge.

Messa così in luce l'essenza del sistema di cui discorriamo, è facile comprendere come si deter-

(1) SHIELD NICHOLSON: *Trattato sulla moneta.*
(2) LORIA: *Il valore della moneta*

mineranno i prezzi dei cambî. Finchè sussiste la sicurezza della piena conversione, essi si determineranno come in un sistema di monometallismo aureo e non saranno possibili alterazioni della parità monetaria; quando la convertibilità, di diritto o di fatto, dell'argento in oro venisse a mancare, il bimetallismo zoppo, come abbiamo detto, cesserebbe per far posto ad un monometallismo argenteo a coniazione limitata e noi ritorneremmo alle condizioni di cui abbiamo accennato nel secondo dei casi esaminati.

I difetti del sistema derivano dalla difficoltà di mantenere rigorosamente la circolazione argentea nei limiti voluti. Poichè la moneta d'argento, come abbiamo detto, ha — in questo sistema — semplicemente la funzione di moneta rappresentativa, cioè rappresenta l'oro che dovrebbe circolare in sua vece, la quantità di essa in circolazione non deve eccedere nè essere minore di quella che, alla pari legale, corrisponde alla massa aurea di cui tiene il posto.

Se l'argento è in quantità minore, aumenta la massa d'oro in circolazione; se è in eccesso, le richieste di conversione dell'argento in oro e la esportazione del metallo giallo, assumono grandi proporzioni, per cui diventa necessario provvedere per impedire l'esaurimento delle riserve auree e la impossibilità di fatto di continuare nelle conversioni (1).

---

(1) Se l'argento è in quantità minore del necessario, la scarsità della moneta in circolazione fa crescere il pregio della moneta stessa, ciò che si manifesta, praticamente, con una

Il mezzo migliore per scongiurare questa eventualità è quello di ridurre la circolazione argentea: l'Olanda, con legge del 1884, procedendo al riordino della circolazione, ha dato facoltà al Governo di smonetizzare, quando lo creda necessario, sino a 25 milioni di fiorini ed a vendere sul mercato l'argento così ottenuto (1).

Ma il bimetallismo zoppo può scostarsi dalla forma tipica che abbiamo ora descritta: in Francia, ad esempio, la Banca di Francia esige un tenue premio per la conversione in oro dell'argento presentato ai suoi sportelli.

Questa piccola difformità produce importanti effetti, i quali alterano notevolmente i caratteri del sistema.

Il premio tende ad escludere l'oro dalla circolazione e come ciò avvenga si capisce facilmente. I banchieri e quanti hanno da fare pagamenti all'estero, raccolgono le monete d'oro, allo scopo di sottrarsi al pagamento del premio; gli speculatori ne fanno incetta per cederle ai banchieri ed a quanti hanno pagamenti da fare all'estero.

---

diminuzione dei prezzi. Questa diminuzione stimola le esportazioni e frena le importazioni e si determina un afflusso di oro dall'estero; oro il quale entra in circolazione ed elimina le deficienze.

Se l'argento in circolazione è in quantità eccessiva, si manifestano i fenomeni inversi: deprezzamento della moneta, cioè aumento generale dei prezzi, freno alle esportazioni e stimolo alle importazioni. L'eccesso del debito estero viene saldato chiedendo la conversione dell'argento in oro ed inviando questo all'estero.

(1) Vedi Pierson, op. citata.

Così, ogni anno, escono dalla circolazione monete d'oro per milioni. Naturalmente questo fatto si manifesta con maggiore o minore intensità, a seconda che il premio è più o meno alto.

Ma il fatto più importante, a nostro giudizio, è un altro: in causa del premio, la moneta d'argento perde alquanto del suo carattere rappresentativo per acquistare la fisonomia di moneta distinta. E cessando l'argento di essere moneta rappresentativa, i prezzi non si determinano più in rapporto all'oro, che l'argento ha smesso di rappresentare, ma in rapporto all'argento stesso, alla sua capacità d'acquisto.

Si riproduce quindi il caso di un monometallismo argenteo a coniazione limitata ed i prezzi dei cambî si determineranno come nel 2° dei casi da noi esaminati.

5° CASO: paesi con moneta di carta inconvertibile.

La storia di tutti i paesi che si trovano in queste disgraziate condizioni, mostra che la carta moneta inconvertibile deriva dalla carta moneta convertibile in circolazione nel sistema precedente, con funzione di moneta rappresentativa (1). E per quanto, teoricamente, sia perfettamente logica una ipotesi diversa, la inconvertibilità ed il corso forzoso compaiono quando il Governo ricorre alla

(1) Una moneta di carta la quale sia pienamente e liberamente convertibile in una data quantità di moneta metallica e circoli in sostituzione di questa, si chiama moneta rappresentativa.

carta moneta per procurarsi mezzi e deve far entrare nella circolazione le sue emissioni.

L'inconvertibilità fa, della moneta di carta, una promessa di pagamento a scadenza indeterminata, ma il corso forzoso le assicura la prerogativa della moneta, cioè il potere di liberare il debitore dalle obbligazioni. Essa continua a compiere le funzioni di medio circolante, ma mentre il suo valore legale rimane inalterato, il suo valore reale, cioè la sua potenza di acquisto, viene determinato da fattori diversi che variano a seconda delle condizioni di ambiente e che ora verremo esaminando.

In un paese la cui circolazione metallica si può rappresentare con 100, lo Stato ha bisogno di 20 per far fronte ad un complesso di spese.

Se chiede questo 20 con imposte straordinarie o con un prestito, le condizioni generali del mercato e della circolazione monetaria non si alterano in modo durevole. Ma se provvede emettendo per 20 di carta moneta, le cose cambiano profondamente. La circolazione sale a 120, mentre la massa dei beni disponibili si riduce della quantità che lo Stato ha sottratto. Epperò, mentre la maggiore quantità di denaro in mano di privati provocherà una più viva domanda di merci, la offerta di queste si troverà forzatamente limitata. Da ciò una grande concorrenza tra gli aspiranti a comperare e, di conseguenza, un aumento generale di prezzi.

Parrebbe che si dovesse raggiungere, senz'altro, un nuovo stato di equilibrio; senonchè l'aumento di prezzi è causa di taluni fatti che, a loro volta, hanno importanti conseguenze.

Le esportazioni di merci comuni si troveranno

intralciate e, forse, diminuiranno. Le importazioni, invece, saranno favorite ed aumenteranno.

Inoltre, l'aumento di prezzi non essendo altro che una diminuzione della capacità di acquisto della moneta in circolazione, anche la moneta metallica si troverà deprezzata. Il che vuol dire, in altre parole, che sarà valutata meno come moneta che non il metallo di cui è composta e per ciò diventerà conveniente togliere delle monete dalla circolazione e trasformarle in metallo. Questo metallo, probabilmente, sarà inviato all'estero sia perchè non troverà collocamento vantaggioso all'interno, sia perchè per le accennate mutazioni nel commercio internazionale converrà esportarlo.

Il nuovo stato di equilibrio si raggiungerà quando la sottrazione continua di monete metalliche avrà fatto sparire l'eccesso di circolazione, il deprezzamento monetario ed eliminate le cause di turbamento nelle correnti del commercio internazionale. Avremo però, al posto di una circolazione interamente metallica, una circolazione mista di metallo e di carta inconvertibile, nella quale la carta emessa avrà sostituito — tutte o in parte — le monete di metallo sottratte e fuse.

In tutto questo periodo, il valore reale della moneta di carta si sarà mantenuto alla pari con quello della moneta di metallo e ciò perchè, fino a che le condizioni sono tali da costringere una parte del metallo a restare in circolazione, non vi può essere deprezzamento durevole della carta di fronte alla moneta metallica.

È facile convincerci che non può essere diversamente. Il corso forzoso fa sì che le funzioni di mo-

neta reale, cioè di misuratrice del valore, siano assunte dalla carta moneta, nè potrebbe essere diversamente, data la facoltà accordatale di liberare dalle obbligazioni. La moneta di metallo diventa quindi una merce qualunque e circola normalmente solo finchè il suo valore si mantiene pari a quello della carta. Ma appena accenna a rincarare, essa sparisce dalla circolazione, perchè tutti si affrettano a farne incetta allo scopo di lucrare sulla differenza di prezzo. La riduzione di medio circolante che consegue a questa sottrazione, è causa di una grande scarsità di moneta e provoca un deprezzamento di tutte le merci, ed anche del metallo. Onde avviene che, ad un certo momento, il pezzo di metallo costituito dall'antica moneta, vale meno dell'unità monetaria corrispondente. Si verifica allora il fenomeno contrario a quello prima rilevato: tutti coloro che hanno monete di metallo, le rimettono in corso per non sottostare alla perdita conseguente al deprezzamento. In tal modo la circolazione si ricostituisce.

La parità di valore tra il metallo e la carta resta così assicurata anche se si verificano nuove emissioni di carta, finchè rimane del metallo in circolazione ed anche quando il posto di questo è stato interamente occupato dalla carta, si possono evitare alterazioni, purchè sia possibile governare la circolazione in modo tale da non lasciarle mai eccedere la quantità corrispondente alla moneta di metallo che circolerebbe in condizioni normali (1).

Ma quest'ultima condizione, in pratica, è assai

(1) Vedi Loria: *Il valore della moneta.*

difficile a realizzarsi; in ogni modo se, arrivati a questo punto, si hanno nuove emissioni, entriamo in una fase completamente diversa da quella precedente. Tutto il metallo essendo scomparso dalla circolazione, questa non ha più la possibilità di riacquistare automaticamente le proporzioni normali, eliminando l'eccesso. La carta emessa rimane in circolazione e ciò dà luogo ai fenomeni già rilevati quando c'è sovrabbondanza di moneta. I prezzi di tutte le merci aumentano ed il valore della carta moneta diminuisce.

In questa seconda fase, sempre supponendo invariata la velocità di circolazione, il valore reale della carta moneta è in funzione della quantità di carta in circolazione e, continuando le emissioni, non havvi praticamente limite alcuno al ribasso di questo valore.

Una terza fase si ha quando una parte della carta moneta viene tesaurizzata ed un'altra parte va all'estero: l'emigrazione e la tesaurizzazione riducendo la massa del medio circolante, frenano la diminuzione di valore della moneta e possono anche portare a qualche aumento. Ma in questa fase, accanto alla quantità di valuta, interviene un elemento nuovo ad influenzarne il valore: la fiducia nello Stato che emette la carta moneta e per la quale il possessore di valuta si tiene certo di poter sempre spendere la sua carta, cioè di poterla sempre scambiare senza difficoltà e senza perdite considerevoli con dei beni reali (1).

(1) La fiducia nello Stato, cioè nella sua capacità di mantenere l'ordine e gli impegni assunti, di cui qui si discorre, non

Se per una ragione qualsiasi, questa fiducia viene meno, i possessori di carta moneta tentano di scambiarla contro merci. La circolazione si accresce così vivacemente ed il valore della moneta tracolla, sia per la quantità cresciuta, sia, e più ancora, perchè la diminuita fiducia riduce la sua facoltà di circolare.

Vediamo ora come si stabilisce il prezzo della moneta B d'oro dell'estero, cioè il corso dei cambi.

La prima fase è caratterizzata dall'alternarsi di due periodi e cioè: *a)* periodo con circolazione eccessiva e deprezzamento della moneta, la metallica compresa; *b)* periodo con circolazione normale.

Nel periodo *(a)* il valore della moneta metallica, per effetto del deprezzamento generale, scende al

---

va confusa con la fiducia nella possibilità o nella probabilità che la carta debba, in un dato momento, venire rimborsata. Taluni dànno, a questa possibilità del rimborso, una importanza che, *in via ordinaria,* essa non ha.

La carta-moneta si può considerare sotto due punti di vista: come mezzo di pagare i debiti e liberarsi dalle obbligazioni, come strumento di scambio, insomma e come una promessa di pagamento a scadenza indeterminata.

Il primo punto di vista ha una importanza predominante e decisiva ed è il solo che, *in via ordinaria,* sia considerato dal possessore. Esso equivale alla considerazione della moneta dal punto di vista della possibilità di scambiarla, in ogni e qualunque momento, in una quantità di merci. Ed è la misura di questa possibilità che determina il valore della moneta ed è la *fiducia* che questa possibilità si mantenga e non venga meno, quella a cui accenniamo in questa terza fase. Se le condizioni d'ordine pubblico ed economico dello Stato diventano allarmanti, sicchè sorga il timore, in quanti hanno carta-moneta, che questa possa trovarsi ridotta ad un pezzo di carta senza valore, tutti quanti ne hanno cercheranno di liberarsene, convertendola in merci.

disotto del valore del metallo in essa contenuto. Ciò provoca una riduzione del valore del metallo sul mercato nazionale; infatti chi ha bisogno di metallo può trovarlo prendendo monete dalla circolazione. E non solo questo è possibile, ma diventa anche conveniente, perchè inviando metallo all'estero, dove non è deprezzato, si può lucrare sulla differenza di valore.

Questo deprezzamento e la conseguente esportazione di metallo hanno per effetto di sottrarre il prezzo dei cambi alla influenza delle leggi generali che abbiamo sin qui esaminato e di stabilire una equazione di scambio indipendente dai valori reali della moneta estera e della moneta nazionale.

È uno di quei casi eccezionali a cui abbiamo fatto cenno, dicendo delle alterazioni delle parità monetarie.

Per vedere come ciò possa avvenire, supponiamo che la moneta nazionale A sia deprezzata dell'1%.

Se l'equazione della parità legale è

$$B = 10\ A$$

quella della parità reale sarà

$$B = 10.1\ A.$$

Perciò, calcolando in 0.50% gli oneri della spedizione di metallo, noi dovremmo, per formare all'estero un credito di 100 B, inviare 1010 A e di più spendere 5,5 A. Il prezzo dei cambi sarebbe quindi compreso tra questo massimo e minimo:

$$M.\ \ 100\ B = (1010\ A + 5{,}5\ A) = 1015{,}5\ A$$
$$m.\ \ 100\ B = (1010\ A - 5{,}5\ A) = 1004{,}5\ A.$$

Ma il deprezzamento del metallo fa sì che con 100 B si possano comperare 1010 A di metallo, le quali, inviate all'estero con una spesa di 5,5 A permettono di comperare 101 B. Per cui si ha

101 B = 1015,5 A 100 B = 1005,4 A

Epperò il massimo prezzo a cui si potrà vendere una cambiale di 100 B sarà di 1005,4 A, nè sarà possibile ad alcun possessore di cambiali di ottenere di più, perchè con detta spesa chi ha debiti verso l'estero può saldarli inviando del metallo. Ma se anche a tale prezzo, il possessore di cambiali non trova alcuno che voglia comperare il suo credito, che cosa può fare? Se fa venire del metallo, tenuto conto del ricavo e delle spese che deve sostenere, non otterrà, per 100 B più di 985 A, quindi per ogni prezzo superiore a questo avrà convenienza a vendere la sua cambiale.

Se il deprezzamento della moneta nazionale è accentuato si può verificare il fatto — più volte rilevato ed in apparenza stranissimo — di un prezzo del cambio inferiore alla pari coincidente con una bilancia dei pagamenti internazionale sfavorevole (1).

(1) Il Loria, nell'opera più volte citata, ritiene che quando l'esportazione di metallo sia così notevole da provocare un deprezzamento di questo anche all'estero, diventi impossibile ogni contrattazione di cambiale (vedi p. 130). Ma ciò non può verificarsi se non nel caso che si supponga che anche all'estero si abbia un sistema di monetazione vincolato, per cui sia anche là possibile un deprezzamento del metallo in confronto alla moneta. Se così non è, ogni deprezzamento del metallo manifestandosi sotto forma di aumento generale di prezzi, non è avvertito dall'esportatore di metallo in misura maggiore che dal possessore di cambiali.

Ma questo stato di cose è transitorio.

I prezzi dei cambi depressi favoriscono le importazioni e deprimono le esportazioni, aggiungendo la loro influenza a quella degli alti prezzi interni; inoltre la sottrazione di metallo alla circolazione fa sparire ben presto l'eccesso e con esso le cause del deprezzamento.

Si passa così alle condizioni previste per il periodo (b) durante il quale riprendono vigore le leggi generali per la formazione del prezzo dei cambi e questo si determina in base al rapporto tra i valori reali delle due monete A e B.

Il valore reale della moneta nazionale coincide, come abbiamo veduto, con quello della moneta di metallo; se questa è d'oro, il prezzo della moneta estera B si determina come tra paesi aventi monometallismo aureo.

Nella 2ª fase si distinguono pure due periodi.

Il primo corrisponde al caso in cui, pur essendo il metallo totalmente scomparso dalla circolazione, è possibile trovarne in paese e chi ha debiti verso l'estero può ricorrere ad una esportazione di metallo per saldare le sue obbligazioni. Il prezzo di B si determina in base alla equazione della parità reale, oscillando, per effetto delle fluttuazioni determinate dalla domanda e dalla offerta, tra un massimo e un minimo determinato dall'aggiunta o dalla sottrazione degli oneri inerenti alla esportazione od alla importazione di metalli.

Il secondo periodo si ha quando non è più possibile ricorrere ad importazioni od esportazioni di metallo perchè il mercato nazionale è sprovvisto od

esistono impedimenti legali al traffico dei metalli preziosi con l'estero.

Il caso che il mercato si trovi sprovvisto di metalli preziosi è assolutamente eccezionale, perchè il rialzo nel valore di questi metalli che accompagna la loro rarità ne provoca la immediata importazione. Perchè questa non avvenga si devono dare situazioni analoghe a quella formatasi durante la cessata guerra, quando una quantità di paesi hanno vietato la esportazione dei metalli preziosi, sconcertando le correnti che normalmente determinano la distribuzione di questi metalli tra i varî paesi e rendendo così assai difficili, se non impossibili i rifornimenti.

Più comune il caso del divieto ai privati di esportare oro ed argento, che toglie ogni possibilità al debitore verso l'estero di ricorrere a questo mezzo di pagamento.

La base del prezzo dei cambi è sempre data dall'equazione della parità reale, ma non essendovi possibilità di inviare metallo all'estero, le fluttuazioni provocate dalle vicende della domanda e della offerta non trovano più, nella spinta all'aumento, il limite massimo nel costo della quantità di metallo esportato. Quale sarà questo limite e cioè, quale il prezzo massimo dei cambi?

Il Loria dice che « ... sarà determinato dal valore delle merci che sarebbe necessario spedire in pagamento del debito, più il loro costo di trasporto. Il debitore di L. 1000 in oro verso l'estero, dovrà pagare, per una cambiale di questo importo, in caso di bilancia sfavorevole, il prezzo di quella quantità di merci che il paese estero sarebbe di-

sposto ad acquistare per L. 1000, più le spese di trasporto per le merci medesime... ». Ed aggiunge: « Perciò in queste condizioni, il *maximum* del cambio si determina in funzione della domanda ed offerta internazionale, mentre nel regime della circolazione metallica ne è indipendente ». (1).

Ora se la prima parte si accetta, come deve accettarsi, per vera, le conclusioni vanno respinte, in quanto possono ingenerare equivoci.

La domanda e la offerta internazionale hanno influenza sul prezzo dei cambi, tanto nel regime della circolazione metallica che in quello della circolazione cartacea; senonchè, mentre fino a tanto che è possibile esportare metallo, la influenza loro è confinata in un campo relativamente ristretto ed assai rigorosamente limitato, quando la esportazione di metallo non è più possibile, può espandersi in un campo più vasto e di confini segnati in modo meno appariscente.

Nel primo caso, il debitore verso l'estero che vuol reagire contro il prezzo eccessivo della cambiale offerta, esporta una quantità di metallo sufficiente a pagare il suo debito; nel secondo, manda all'estero una quantità di merce tale che, venduta, gli dia la somma di cui ha bisogno. E questa via è sempre praticabile, perchè può essere la più vantaggiosa, anche se la vendita all'estero deve farsi sottocosto. Supponiamo che l'equazione della parità reale sia

$$B = 30\ A.$$

(1) Loria: opera citata.

Il prezzo della cambiale di 100 B dovrebbe oscillare intorno a 3000 A se fosse possibile esportare metalli preziosi. Ma questa possibilità non c'è e l'offerta di cambiali è scarsa, sicchè i possessori di queste chiedono un prezzo di 4000 A per una cambiale di 100 B. Supponiamo anche che gli oneri del trasporto dimerce comune all'estero siano del 5%.

Se chi ha debiti da pagare all'estero invia della merce, con una spesa di 4000 A può inviare per 3800 A di merce che, in base alla parità reale suaccennata, dovrebbero vendersi a poco più di 126 B. Ma è evidente che, piuttosto che pagare 4000 A per una cambiale di 100 B, è conveniente accettare, per la merce esportata, qualunque prezzo superiore a 100 B. Ma 100 B equivalgono a 3000 A; il nostro esportatore avrebbe quindi convenienza ad accettare, per le 4000 A di merce ogni somma superiore a 3000 A, il che significa che ogni vendita conclusa ad un prezzo di quasi il 25% inferiore al prezzo da lui sborsato per la sua merce, sarebbe per lui vantaggiosa.

Se sui mercati esteri havvi possibilità di vendere con uno sconto inferiore al massimo conveniente, si darà il caso che molti esportatori invieranno merce all'estero e la venderanno sotto costo, al solo scopo di *creare cambiali estere* da vendere sul mercato interno. E questa creazione di cambiali estere con conseguente offerta, continuerà finchè il prezzo dei cambi si sarà ridotto convenientemente.

Queste considerazioni ci permettono di concludere che, nel caso esaminato, il corso dei cambi non può stabilmente mantenersi al di sopra di

quello che è necessario per assicurare un profitto normale all'esportatore (1).

Esse danno anche la spiegazione di talune forme di *dumping*, cioè di vendite all'estero sotto costo, da parte dei paesi a moneta molto deprezzata (2).

---

(1) Il Goschen nella sua *Teoria dei cambi esteri* cita un caso in cui il prezzo dei cambi sembra dipendere *esclusivamente* dalla domanda e dall'offerta. « ... Un filatore russo — egli scrive — ha importato cotone e ne deve il prezzo in sovrane inglesi ad un mercante in Liverpool. Egli ha sufficienti rubli in sue mani, in valuta cartacea, ma quali passi dovrà fare per procurarsi in cambio di essi delle sovrane? Impedito di mandare oro, ha due sole vie aperte innanzi a sè: o comprare una cambiale sull'Inghilterra da altri che abbiano spedito merci colà e quindi abbiano un credito su di una casa inglese, cambiale che egli trasferirà al suo creditore in Liverpool; oppure spedire egli medesimo merci, le quali saranno vendute contro sovrane. Dovunque vi ha una pausa nella esportazione, com'è il caso in Russia durante una gran parte della stagione invernale, egli sarebbe nella impossibilità assoluta di spedire qualunque rimessa, a meno che trovasse banchieri o altri che potessero trarre sull'Inghilterra o sopra qualche altro centro bancario, in anticipazione di future esportazioni e volessero vendergli quelle cambiali. Ma è manifesto, quanto al prezzo, che egli è interamente nelle loro mani... »

(2) Caso attuale della Germania, la quale viene accusata di vendere all'estero della merce sottocosto, rimettendo in vigore un sistema che già, prima della guerra, ha dato luogo a molte discussioni e polemiche. Ma il caso attuale è molto diverso: la Germania è oggi costretta a vendere sottocosto perchè non ha altro modo di procurarsi i mezzi necessari per soddisfare i suoi bisogni.

Anche la lira è notevolmente più deprezzata in confronto al dollaro ,alla sterlina, ecc., che non in fonfronto a molte categorie di merci e servizi nell'interno del paese. Il Mortara, a questo proposito scrive: « La differenza tra il potere d'acquisto della lira italiana sul mercato internazionale e sul mercato interno deriva da varie circostanze Anzitutto, dall'inerzia dei

Il debitore verso l'estero può, per un certo tempo, reagire anche limitando la domanda.

Il creditore infatti, per agevolare l'affare, può indursi ad accettare in pagamento della carta moneta A; può indursi a vendere a credito, magari con l'aiuto di banche o di consorzi industriali e questo genere di operazioni è facilitato dal fatto che, pur di non sottostare all'alto prezzo del cambio, l'importatore ha convenienza di pagare un forte saggio d'interesse od un premio, anche sotto forma di sovrapprezzo.

---

prezzi interni, che seguono sempre con un certo ritardo i prezzi internazionali. In secondo luogo, e principalmente, dalla differente possibilità di utilizzazione della valuta da parte del detentore estero e di quello nazionale. Chi, dimorando negli Stati Uniti, possiede 100 mila lire italiane cerca di valersene, in generale, per procacciarsi in Italia merci che possano essere colà vendute; e trova a ciò difficoltà perchè sul mercato nostro abbondano merci poco richieste in America o in altri paesi esteri e scarseggiano merci che ivi troverebbero sicuro spaccio. Chi possiede centomila lire, in Italia, può invece valersene per comprare vino, carne, azioni industriali, beni stabili e tante altre cose che allo straniero non converrebbero o non servirebbero. (In condizioni normali non era così, perchè il residente all'estero poteva sempre ottenere, in Italia, in cambio delle sue centomila lire, merci desiderate all'estero o titoli di credito verso l'estero). Il regime dei prezzi politici — inferiori ai prezzi economici — per alcune merci destinate al consumo interno (pane, pasta, olio, ecc., ecc.) e per alcuni servizi (abitazione ,trasporto, ecc.) aggrava il divario fra il prezzo interno ed il prezzo internazionale della lira, aprendo al possessore nazionale possibilità d'impiego della valuta che sono chiuse al possessore estero ». G. Mortara : *Prospettive economiche 1921*.

Lo stesso Mortara calcola che alla fine del 1920, sul mercato interno la lira valesse da 17 a 18 cent. della lira d'anteguerra, sul mercato internazionale valesse appena 8 o 9 centesimi.

Questi ripieghi presentano però l'inconveniente grave di rendere ancor più delicata una condizione di cose come quella che siamo andati accennando e che è già, per se stessa, delicatissima.

La fiducia, come ben dice il Goschen, è la base del commercio dei cambi ed è anche, in un certo senso, la moderatrice della domanda e della offerta, poichè il creditore fiducioso non si preoccupa tanto di realizzare subito il suo credito, quanto di realizzarlo col massimo vantaggio possibile.

Ma quando la fiducia viene a mancare, le richieste di pagamento che si fanno al paese screditato aumentano in modo enorme, perchè tutti cercano di realizzare, anche a costo di perdere una parte. Così avviene che tutte le obbligazioni, comprese le più remote e lontane, vengono, per quanto è possibile, trasformate in crediti diretti ed attuali.

Ora, le conseguenze di un momento di sfiducia sono assai diverse se il paese colpito può esportare metallo, oppure se si trova nel periodo che stiamo esaminando o nella 3ª fase, di cui diremo appresso.

Supponiamo che sul conto del paese con moneta A corrano all'estero voci allarmanti di disordini, di minacce di rivoluzione, ecc., ecc., voci che, per quanto infondate, trovano credito per causa di apparenza od altro. Tutti quanti, all'estero, hanno titoli di credito pagabili su questo paese, si affrettano a liberarsene e li vendono a qualunque prezzo, nella tema di non poterli realizzare.

I cambi, nelle borse estere, tracollano e si ha, per esempio, una svalutazione del 50%.

Chi nel paese con moneta A, è possessore di cambiali o, comunque, di crediti immediatamente

realizzabili all'estero, si trova allora in questa condizione: che se invece di vendere questi suoi crediti in paese, li realizza all'estero ed impiega il ricavo nell'acquisto di crediti nazionali, ottiene un guadagno del 50%. E se chi ha debiti da pagare all'estero vuole acquistare una delle sue cambiali, dovrà essere disposto a pagarla con un soprapprezzo che potrà arrivare sino al 100%.

Ma se trova metallo in paese e può esportarne, gli converrà di seguire questa via, la quale sarà seguita anche da quanti vorranno crearsi crediti all'estero, profittando dei vantaggi della situazione.

Ciò produrrà una notevole esportazione di metallo, che avrà per effetto di far svanire le esagerazioni e ritornare il credito e la fiducia.

Se non si trova metallo in paese o non è possibile esportarne, i prezzi dei cambi all'interno fanno un balzo in su equivalente al tracollo verificatosi sui mercati esteri ed anche maggiore, perchè non si può pensare a ripieghi temporanei, quali aperture di credito od esportazioni di carta moneta o di titoli ed il limite massimo può essere segnato soltanto dalla concorrenza tra gli esportatori, la quale è necessariamente lenta a manifestarsi.

All'estero, poi, mancando la possibilità del pagamento a pronti contanti, che è il solo atto che valga a ridonare subito la fiducia, il panico si mantiene finchè il tempo non ne abbia fatto giustizia.

Si può osservare che nel primo caso il danno colpisce specialmente i possessori esteri di crediti pagabili nel paese con moneta A e quest'ultimo si avvantaggia perchè deve bensì privarsi di una parte

del suo metallo, ma paga i suoi debiti con una forte svalutazione.

E se la fiducia si ristabilisce prontamente, la crisi può passare senza lasciar tracce deplorevoli. Nel secondo caso, invece, se i debiti sono riscattati a tasso ridotto, ci sono però le perdite enormi dovute alla svalutazione che il paese con moneta A deve imporre alle merci esportabili, perchè sia possibile collocarne all'estero tanto quanto è necessario a pareggiare la bilancia dei pagamenti. La fiducia poi rimane scossa in modo durevole, perchè vendere merci sottocosto per pagare i debiti è ripiego da fallimento.

Il guaio è che tanto nell'uno come nell'altro caso, c'è una classe che lucra fortemente: quella dei possessori di cambiali estere. E ciò, nei momenti difficili, induce speculatori poco scrupolosi a provocare artificialmente momenti di panico, facendo circolare all'estero voci allarmanti, inventando od esagerando fatti, etc., etc.

Nella terza fase, le cose procedono per i cambi non diversamente da quanto abbiamo veduto per il secondo periodo della fase ora esaminata.

Senonchè, in caso di panico all'estero, la esistenza sul mercato internazionale di carta moneta, dà una misura più evidente e tangibile del discredito che colpisce il paese con moneta A.

Il rimpatrio poi di questa carta moneta, gonfia la circolazione ed abbassa il valore reale della valuta, sicchè alle cause di aumento del prezzo dei cambi accennate precedentemente, si aggiunge la nuova alterazione della parità reale.

6° CASO: con tipo aureo, ma con circolazione cartacea e divieto di esportazione dell'oro.

È la situazione che si è formata in Inghilterra. In questo paese, nonostante la guerra, venne mantenuto, alla carta in circolazione, il diritto di essere cambiata a vista in oro. In pratica questo diritto si trovò alquanto limitato dal fatto che le banche private non cambiavano più del 10% in oro dei loro biglietti, mentre che i biglietti di taglio minore della Banca d'Inghilterra venivano cambiati solo alla sede centrale di Londra. (1) Più tardi si vietò la fusione e la esportazione delle monete d'oro, divieto poi esteso anche all'esportazione dell'oro metallo.

Lo scopo principale di questi provvedimenti era di far posto alle continue emissioni di carta moneta. Le conseguenze di questa politica sono state limpidamente esposte dal Loria in una comunicazione indirizzata sin dal 1916 agli economisti inglesi:

« Nel caso dei biglietti di Stato *(currency notes)* — egli scrive — noi troviamo una emissione governativa, che non è determinata dalle esigenze del commercio, nè dalla quantità dei prodotti circolanti, e che perciò rappresenta una aggiunta netta alla quantità di moneta, o della proporzione di questa alla massa dei prodotti, che deve ridurre correlativamente il valore della moneta. Siccome però questa carta-moneta è convertibile in oro, il suo deprezzamento deve necessariamente estendersi all'oro; ciò darà luogo ad un aumento delle

(1) Loria: *Le peripezie monetarie della guerra.*

importazioni e ad un decremento delle esportazioni, quindi ad una bilancia sfavorevole. In condizioni normali, tutto ciò avrebbe soltanto per effetto di provocare la conversione di biglietti in oro e la esportazione di questo, il che tenderebbe ad eliminare l'esubero della carta-moneta e l'elevazione dei prezzi. Se poi lo Stato gitta nuovamente in circolazione i biglietti portati al cambio, il processo ora tracciato ricomincia, s'ha una nuova elevazione dei prezzi, una bilancia sfavorevole, una conversione di biglietti in oro, ecc., finchè tutta la riserva aurea del Paese è esaurita. Ma finchè tale esaurimento non è completo, i cambii esteri non possono eccedere il pari, tranne che in ragione delle spese di trasporto e d'assicurazione del metallo: poichè, se essi superassero questo livello, il debitore verso l'estero si affretterebbe a convertire i suoi biglietti in oro e ad esportare quest'ultimo.

« Ma le cose cangiano sostanzialmente, se il Paese, il cui Governo emette i biglietti, vieta la esportazione dell'oro, o la ricinge di una sorta di scredito. In tali condizioni infatti, quando la emissione di biglietti da parte dello Stato ha provocato una elevazione dei prezzi, un eccesso delle importazioni ed una bilancia sfavorevole, il debitore verso l'estero non ha la scelta fra l'acquisto di una cambiale e l'esportazione dell'oro, ma deve ad ogni costo acquistare una cambiale e perciò è costretto ad acquistarla a premio. In altre parole, in tal caso la moneta nazionale fa un disaggio di fronte alla moneta estera, disaggio, che non è già dovuto alla inconvertibilità dei biglietti (perchè questi sono convertibili in oro) ma ai nuovi ostacoli, che si

frappongono alla esportazione dell'oro. O in sostanza, si ha qui un aggio delle cambiali estere dovuto al divieto della esportazione dell'oro.

« A me sembra che solo in tal modo possa spiegarsi il fatto, a prima giunta strano, che la carta inglese, pagabile in oro, soffra una perdita rispetto alla moneta estera, per esempio al dollaro. Non si è detto tutto, quando si è attribuito questo disaggio all'eccedenza delle importazioni inglesi sulle esportazioni; poichè codesta eccedenza, per se stessa, non farebbe ancora che il corso dei cambi esteri, in Inghilterra, salisse sopra il punto d'oro, ed invece al presente questo punto è stato sorpassato. L'elevazione del corso dei cambii contro l'Inghilterra, che costituisce un vero e proprio deprezzamento della moneta britannica, è dovuta a questi due fatti: 1° l'emissione di biglietti di Stato; e 2° l'impossibilità di esportare il metallo; dei quali il primo crea la bilancia sfavorevole ed il secondo la impossibiltà di provvedervi altrimenti che comperando cambiali estere; il che conferisce al possessore di cambiali un monopolio, che gli consente di elevarne il prezzo senza limiti determinabili.

« Per tutto ciò io non direi col professore Nicholson che i biglietti di Stato hanno bandito dall'Inghilterra il tipo oro. Direi piuttosto che l'Inghilterra ha *un tipo oro non esportabile,* che è per ciò stesso deprezzato di fronte ai paesi esteri.

« E tutto ciò ha una notevole conseguenza. Quando l'oro è esportabile, i biglietti emessi in eccesso dallo Stato vengono portati, per essere convertiti in oro, al Tesoro o alle Banche, le quali possono anche non rimetterli più in circolazione;

dunque quei biglietti escono dalla circolazione, la quale per tal guisa ritorna ai suoi limiti naturali. Ma quando, all'opposto, l'oro non è esportabile, l'eccesso di biglietti emesso dallo Stato non ritorna già al Tesoro, bensì va ai venditori delle cambiali estere, che si affrettano a rimetterlo in circolazione. Per ciò in tali condizioni, l'esubero della circolazione è permanente, il che rende, in correlazione, permanente anche la sua azione sui prezzi e la bilancia sfavorevole. Così; mentre un eccesso di biglietti di Stato convertibili darebbe luogo soltanto ad una bilancia temporaneamente sfavorevole, questo eccesso, associato ad un divieto morale della esportazione d'oro, dà luogo ad una bilancia permanentemente sfavorevole: e perciò la sua influenza ad inasprire il corso dei cambi diviene permanente ». (1)

Dunque, le emissioni di carta non determinate da bisogni della circolazione dei prodotti, rappresentano un'aggiunta alla quantità di moneta necessaria, aggiunta che riduce correlativamente, il valore della moneta, tanto di carta che d'oro, in conformità a quanto abbiamo detto per il 5° *caso*, discorrendo della prima delle fasi che seguono ad una emissione di carta moneta. Questa riduzione del valore della moneta, questa alterazione della parità reale, nella fase da noi illustrata, è temporanea, transitoria, perchè provoca una esportazione di oro la quale, riducendo la massa monetaria, porta ad uno stato di equilibrio fondato sulla parità reale originaria.

(1) Loria: opera citata nella nota precedente.

Ma in casi come quello dell'Inghilterra, l'esportazione dell'oro essendo vietata, le alterazioni della parità reale provocate dalle successive emissioni, diventano permanenti. Si consideri anche che, in questo caso, non essendo possibile inviare il metallo deprezzato all'estero, non si verifica quel processo eccezionale che è caratteristico per la fase del numero precedente, epperò l'equazione fondamentale del prezzo dei cambi rimane quella della parità reale.

Oltre all'alterazione della parità reale, altri fattori intervengono a turbare la normale formazione del prezzo dei cambi. Causa il divieto di esportazione dell'oro, le fluttuazioni determinate dalle vicende del mercato, non trovano, per quanto riguarda l'ascesa, il limite massimo nel costo della quantità del metallo esportato, per cui si riproduce esattamente una situazione pari a quella da noi descritta per il 2° periodo della 2ª fase del caso 5°.

Per tutto ciò, non deve farci meraviglia alcuna se, nonostante la piena convertibilità della sua carta-moneta, l'Inghilterra ha conosciuto prezzi dei cambi aspri e tali da non aver precedenti nel periodo del monometallismo aureo. Se il suo governo non avesse provveduto ad assicurarsi larghi crediti all'estero ed a realizzare quelli enormi esistenti nel periodo prebellico, si sarebbe visto di peggio ed avremmo avuto anche casi di quel deprezzamento di merce che oggi — con la qualifica di *dumping* — si rimproverano alla Germania ed ai paesi a moneta deprezzata e contro i quali l'Inghilterra sta studiando misure.

7° CASO: con tipo aureo, ma a coniazione limitata, con o senza divieto d'importazione dell'oro.

Prima della guerra poteva parere assurdo il supporre che un paese potesse mettere dei vincoli alla importazione dell'oro. La guerra, provocando condizioni che hanno splendidamente confermato molte verità economiche, ha dato anche questo nuovo colpo al feticismo aureo ed al mercantilismo moderno.

Alcuni paesi neutrali e tra questi i paesi scandinavi, hanno dovuto prendere provvedimenti contro la invasione di oro da cui erano afflitti, sopprimendo la libertà di coniazione dell'oro ed anche limitando la importazione del metallo giallo.

Noi abbiamo già accennato a questi provvedimenti, nel primo capitolo. La ricerca enorme di materie prime e di prodotti diversi da parte dei belligeranti, ha creato gravi turbamenti nei paesi neutrali. Tutto quanto c'era di esportabile, prendeva la via dei paesi dell'Intesa o degli Imperi Centrali, lasciando gli indigeni sopraffatti da una marea d'oro, ma con scarsa disponibilità dei beni più necessari alla produzione ed all'alimentazione. Inoltre, i vincoli all'esportazione messi dai paesi belligeranti, rendevano pressochè inutilizzabile la massa d'oro affluente nei paesi neutri.

Così, nei paesi a monometallismo aureo, l'oro proveniente in gran copia dall'estero, entrava nella circolazione monetaria, aumentandola senza misura e provocando un sensibile deprezzamento della moneta nazionale di fronte alle varie merci (oro escluso) con grande aumento di tutti i prezzi. Per mettere fine ai turbamenti sociali ed economici de-

rivanti da un simile stato di cose, i governi sospesero la libera coniazione dell'oro, poi ne limitarono la importazione. Sono questi due provvedimenti di natura assai diversa, per quanto siano manifestazioni della stessa lotta contro il caro viveri. Col primo provvedimento, infatti, si tendeva ad ottenere che il deprezzamento dell'oro metallo non si estendesse alla moneta in circolazione e cioè, limitando la quantità di questa e mantenendone invariato il valore reale, si voleva frenare l'ascesa dei prezzi delle merci, eliminando i fattori di carattere monetario. Col secondo provvedimento, invece, si mirava a mettere i paesi esteri — neutri o belligeranti che fossero — nella necessità di allentare i vincoli posti alle esportazioni di talune merci, assicurando al mercato nazionale una maggior fornitura di esse.

Per ciò che riguarda il prezzo dei cambi, si potrebbe richiamare quanto abbiamo detto discorrendo del monometallismo argenteo a coniazione limitata (caso 2°). I due casi non sono però uguali; si riproduce qui, piuttosto, la situazione del caso precedente, ma in senso perfettamente contrario.

In ogni modo, ciò che importa considerare anzitutto, è la alterazione della parità reale. La moneta estera si trova deprezzata in confronto alla moneta nazionale e spesso l'alterazione è dovuta a due cause concomitanti, cioè il deprezzamento dell'oro in confronto alla moneta nazionale ed il deprezzamento della moneta estera in confronto all'oro.

Vi sono, inoltre, particolarità importanti, che è necessario esaminare. L'oro, eventualmente importabile, non potendosi più monetare, cessa di essere

un mezzo di pagamento per diventare una merce qualunque. Sicchè, anche quando è possibile far correre il metallo giallo tra una frontiera e l'altra e tale possibilità di movimento segna un limite alle fluttuazioni dei cambi, questo limite non ha la rigidità del limite segnato dal *punto dell'oro* dei paesi a coniazione libera.

Supponiamo che sia A la moneta d'oro nazionale e B la moneta d'oro dell'estero: che la parità legale sia

$$10\,A = B$$

che il deprezzamento dell'oro sul mercato nazionale sia del 5% e che le spese di trasporto all'estero siano del 5 per mille.

La parità reale sarà

$$9{,}5\,A = B$$

e, tenuto conto del costo dell'esportazione dell'oro, in 0,05, il prezzo massimo cui potrà giungere una cambiale estera sul mercato nazionale sarà

$$(9{,}5\,A + 0{,}05\,A) = 9{,}55\,A = B$$

Il prezzo minimo, se l'importazione dell'oro fosse permessa, sarebbe

$$9{,}45\,A = B$$

ma, se l'importazione dell'oro è vietata, la cosa cambia. Il possessore di una cambiale sull'estero si trova in una condizione assai difficile, perchè se vuole realizzare il suo credito deve comperare delle merci all'estero, importarle e venderle sul

mercato nazionale, operazione che talvolta può essere fatta con profitto e talvolta con perdita.

Non ci occupiamo dell'eventualità che l'importazione possa farsi con profitto, poichè in tal caso, il possessore di cambiali avrà certamente modo di vendere la sua divisa a buon prezzo; nel caso inverso, invece, il prezzo minimo della cambiale può discendere molto in basso perchè può succedere che la vendita della merce sul mercato nazionale debba farsi con forte deprezzamento. Il possessore di cambiali, allora, avrà convenienza ad accettare anche un prezzo bassissimo; per effetto della concorrenza tra i compratori questo non potrà mai essere — *durevolmente* — tanto basso da consentire all'importatore un profitto superiore al normale.

CAPITOLO VIII.

Conclusioni

Come abbiamo veduto nel capitolo primo, la cambiale estera è — in via ordinaria — il più comodo ed il più conveniente dei mezzi di pagamento e di compensazione tra i debiti ed i crediti internazionali. La pratica ha poi allargato il campo di applicazione di questo strumento, che viene usato anche quando non si hanno veri e propri crediti e debiti da compensare e cioè in ogni caso in cui — per una ragione qualunque — si vogliono mandare denari all'estero.

Il prezzo di una cambiale estera, esprimendosi in moneta diversa da quella in cui è espresso il credito rappresentato dalla cambiale stessa, ne viene che l'equazione fondamentale del prezzo è costituita sul rapporto di equivalenza tra i valori delle due monete. Se il rapporto di valore tra una sterlina ed una lira è come tra 1 e 25,22 l'equazione fondamentale del prezzo di una cambiale di 100 sterline sarà:

100 sterline = 2522 lire.

I singoli Stati hanno determinato con leggi, i rapporti di valore tra la moneta nazionale e le varie monete estere; ma tali rapporti — che abbiamo veduto chiamarsi *parità legali* — non hanno valore pratico alcuno. Invero, nessun paese può pretendere che si accetti — ad esempio — per 10 ciò che vale 5 soltanto perchè tale è la parità legale.

Se in un dato momento. i beni che si possono ottenere con una sterlina, portati all'estero, si possono scambiare con altri che valgono 25,22 volte quelli che si possono acquistare con una lira, la sterlina avrà un valore reale, oltrechè legale, di L. 25,22; ma se, putacaso, tali beni si potessero scambiare con altri che sono 30 volte quelli che si possono avere con una lira, nessuno vorrebbe cedere una sterlina per L. 25,22, ma tutti ne vorrebbero 30. Analogamente, se i beni acquistati con una lira, portati in Inghilterra, si possono scambiare con altri che valgono solo un trentesimo di quelli che si possono acquistare con una sterlina, nessuno vorrà dare una sterlina per meno di 30 lire.

Così quelli che contano sono i *valori reali* e le varie monete si scambiano in base ai rapporti che corrono tra questi valori reali. La equazione fondamentale del prezzo dei cambi esteri non è dunque quella delle *parità legali*, ma quella delle *parità reali*.

Tra paesi che hanno moneta dello stesso metallo e piena libertà di coniazione e di commercio del metallo monetabile, i valori reali e quelli legali coincidono sempre ed una stessa equazione rappresenta la parità legale e la parità reale. Ma

tra paesi che non si trovano nelle condizioni suaccennate, i valori reali delle monete possono scostarsi dai valori legali, dando luogo a ciò che abbiamo chiamato *alterazioni delle parità monetarie*. Questo delle alterazioni, è un fattore di importanza fondamentale per l'analisi del prezzo dei cambi; là dove una alterazione si verifica, l'equazione della parità legale cessa di avere importanza ed è necessario ricercare il rapporto tra i valori reali per stabilire la nuova equazione fondamentale del prezzo.

Il prezzo, quale risulta dall'equazione della parità reale, è soggetto a variazioni in più od in meno, a seconda delle vicende della domanda e della offerta delle cambiali estere. Se queste cambiali sono vivamente ricercate, il loro prezzo salirà al disopra del livello risultante dalla equazione fondamentale; se sono più offerte che domandate, scenderà al disotto. Queste variazioni del prezzo, intorno al punto segnato dalla equazione fondamentale, noi abbiamo chiamato *fluttuazioni* per la natura loro, che le rende sommamente instabili e mutevoli. Tra paesi con sistema monetario sano, cioè con libertà di coniazione e di commercio del metallo monetabile, le fluttuazioni trovano un limite massimo nel *costo della esportazione* della quantità di metallo equivalente al credito rappresentato dalla cambiale ed un limite minimo nel *costo della importazione* di detto metallo. Questo massimo e questo minimo si chiamano anche punti monetari (*punto dell'oro*, pei paesi che hanno monometallismo aureo). Si comprende come questi limiti possano avere efficacia reale, considerando che,

dopo la cambiale, il mezzo di pagamento più comodo ed economico è quello dell'invio di metallo. Ma tra quei paesi che non hanno ordinamenti monetari sani o tra i quali, comunque, il commercio del metallo monetabile non è libero, i limiti non possono — naturalmente — essere segnati dai punti monetari; dovendosi ricorrere, se non si vuol comperare una cambiale, a forma più costosa di pagamento, i massimi e minimi raggiungibili dai prezzi delle cambiali si determineranno in rapporto a questi mezzi. In via generale, il prezzo di una cambiale estera, non potrà mai *durevolmente* superare il costo minimo di produzione di un credito estero equivalente.

Nella pratica normale degli affari, l'intervento delle banche facilita le transazioni e — quando non ci siano circostanze speciali di vincoli o monopoli — esercita una influenza benefica anche sul prezzo delle cambiali. Altrettanto deve dirsi della speculazione, quando l'andamento economico sia regolare. Essa attenua la intensità delle fluttuazioni, compensa le eccedenze e le deficienze del mercato, fa, insomma, da volante regolatore dei prezzi e della massa delle transazioni. Ma poichè essa è basata su dei calcoli di probabilità, se, ad un dato momento, per turbamenti economici o politici od altro, si viene a presumere che questo calcolo sia errato, tutte le divise raccolte a scopo speculativo, affluiscono sui mercati, aggravando il disordine ed il turbamento. Quando poi gli ordinamenti monetari non sono sani, la speculazione può assumere forme di attività veramente dannose alla economia generale.

La complessità dei fattori che concorrono a determinare il prezzo dei cambi, rende assai difficile fare delle previsioni ed anche spiegare il perchè di tutte le eventuali fluttuazioni. Prima della guerra, per la relativa regolarità delle vicende economiche e del succedersi dei cicli produttivi, ogni mercato aveva acquistato una fisonomia particolare, ben nota ai professionisti esperti, che sapevano trarne vantaggio. La guerra ha sconcertato tutto ed i grandi sovvertimenti economici e monetari di cui è stata causa e — più ancora — il disordine in cui si trovano gli ordinamenti monetari di molti paesi, rendono il mercato dei cambi oltremodo incerto ed aleatorio e fanno impossibile ogni ragionevole presunzione. Il riassetto sarà faticoso e difficile; ma, se i cittadini che hanno qualche influenza sulla pubblica opinione, volgessero la mente loro allo studio del problema dei cambi e di quelli che ad esso si connettono e che sono di importanza fondamentale per la restaurazione economica, gli ostacoli maggiori, che sono costituiti dagli errori e dai pregiudizi che ingombrano le menti, verrebbero facilmente rimossi ed un gran passo sarebbe compiuto sulla via del ritorno a condizioni di vita economica e sociale migliori.

Parte Seconda

La guerra e le sue conseguenze

CAPITOLO I.

Le vicende del periodo bellico

La guerra ha travolto totalmente il vecchio mondo economico. Ad un ordinamento di libertà e di collaborazione, ha sostituito un ordinamento di vincolismo e di limitazioni. Un grande paese, produttore notevole di materie prime e di derrate alimentari — la Russia — è pressochè scomparso dalla vita economica del mondo civile e paesi di importanza grandissima, come la Germania, sono in uno stato di anarchia economica e monetaria, che si ripercuote su tutto il resto dell'Europa ed anche sull'America.

Ma, soprattutto, la guerra ha spezzato l'antica unità del mercato mondiale. Prima del 1914 le merci correvano, con un certo agio, da un capo all'altro del mondo, sotto la spinta delle fluttuazioni dei prezzi e per talune categorie di merci l'unificazione era così completa e la sensibilità così grande, che bastava una differenza di pochi centesimi su un mercato, perchè anche i mercati dei paesi più lontani restassero influenzati e ne sentissero il contraccolpo.

La guerra ha buttato all'aria tutto ciò. Cominciarono le restrizioni imposte ai belligeranti dallo stato di ostilità ed ai neutri dagli obblighi internazionali di sorvegliare e disciplinare il traffico del materiale bellico; poi sorsero le preoccupazioni relative ai rifornimenti, che originarono nuovi divieti e nuove limitazioni al commercio internazionale. Le variazioni di prezzo di poca entità non ebbero più influenza alcuna fuori dei confini nazionali ed anche dislivelli enormi, che in periodi normali non sarebbero stati nemmeno concepibili, non esercitarono che una influenza limitata sul volume e sulla distribuzione delle correnti di traffico.

Lo scambio delle merci essendo, come abbiamo veduto, la causa principale della formazione di rapporti di debito e di credito tra paesi diversi, il commercio delle divise estere non poteva che restare profondamente sconvolto da un simile mutamento di cose. Inoltre, lo stato di guerra ed il succedersi ininterrotto di provvedimenti legislativi, quasi sempre inspirati da considerazioni unilaterali, rendendo impossibile ogni previsione ed assai incerto il domani, fecero sparire la fiducia ed il credito, creando condizioni difficilissime al commercio a termine delle divise.

A queste cause di turbamento di natura commerciale, altre se ne aggiunsero di carattere monetario.

Il centro monetario del mondo — Londra — il punto dove la maggior parte dei debiti e crediti internazionali si incontravano, compensandosi in gran parte, dove, per conseguenza, era possibile far capo per ogni pagamento, in qualunque parte del mondo, venne travolto nel conflitto e sottoposto

a tutti i vincoli e le limitazioni comuni ai belligeranti, per quanto riguarda i pagamenti, la esportazione e la importazione di capitali, ecc., ecc. La rottura di ogni rapporto con gli imperi dell'Europa Centrale e loro alleati, aveva sottratto anche al mercato londinese una grande zona d'influenza ed il centro delle transazioni monetarie internazionali si era, almeno per questa parte, trasportato nella Svizzera.

Ma alla Svizzera mancano molti degli elementi economici indispensabili ad un grande centro finanziario internazionale; tra altro grandi correnti di traffico proprio che sono un importante coefficiente di sicurezza e di stabilità.

A questo sconvolgimento si aggiunse la politica monetaria adottata da tutti i belligeranti e — in prosieguo di tempo — da molti dei neutri: emissioni abbondanti di carta moneta, corso forzoso, vincoli e divieti nel commercio dei metalli preziosi. Ciò non ha tolto — come si è ritenuto da molti — ogni valore alle leggi che abbiamo veduto governare il commercio dei cambi, ma ha mutato il campo in cui venivano a svolgersi le loro azioni e reazioni. Le parità monetarie reali, non solo subirono profonde alterazioni, ma assunsero anche un carattere di somma incertezza ed instabilità, mentre la difficoltà delle compensazioni internazionali dava alle fluttuazioni ampiezze assolutamente sconosciute prima di tale epoca.

Si può dire che il mondo, dal punto di vista monetario e commerciale, si trovasse improvvisamente ricacciato indietro di parecchi secoli, mentre l'economia della produzione conservava, necessaria-

mente, il suo carattere internazionale, non potendosi di colpo distruggere la mutua dipendenza dei varî paesi, specialmente nei riguardi del traffico delle materie prime e delle derrate alimentari.

Sulla politica economica e finanziaria e sui provvedimenti adottati dai varî governi durante la guerra, molto si è detto e scritto e non sono mancate anche critiche acute e censure aspre. Noi crediamo si debba tener gran conto del fatto che l'azione dei governi è stata, in tutto quel periodo, dominata *esclusivamente* dai fattori politici e militari e che così doveva essere; che tali fattori si presentavano spesso con caratteri di urgenza tanto imperiosa da togliere ogni possibilità di preparazione e di ponderazione. L'errore in cui si cade sovente, a questo proposito e contro il quale mettiamo in guardia i nostri lettori, è quello di giudicare la legislazione di guerra accordando al fattore economico un peso che allora non poteva avere. Si fece da tutti quello che si potè, alla meglio, anzi alla meno peggio e gli effetti e le conseguenze della politica adottata, nonchè dimostrare la fallacia delle leggi economiche, ne posero luminosamente in evidenza la costanza e la inviolabilità.

L'Italia seguì il destino comune. Minor tema di nuocere, nell'animo delle masse, alla causa della guerra, avrebbe fatto evitare molte debolezze e preparato un periodo post-bellico meno duro e difficile; bisogna però anche qui tener conto del danno non lieve derivato dall'eccessivo prolungarsi delle ostilità, per cui la vittoria portò alla catastrofe ed all'annientamento, anche economico, dei popoli vinti. Che se oggi noi avessimo di fronte una Media

Europa vinta, ma non disfatta, ma non sull'orlo dell'anarchia economica, le condizioni di tutti sarebbero certamente migliori.

Lo scoppio della guerra europea trovò l'Italia coi cambi ad un livello normale. Nel luglio del 1914 le perturbazioni politiche provocarono un aumento nei prezzi delle divise estere, aumento che lasciò posto ad un periodo caotico di sbalzi disordinati, dopo la dichiarazione di guerra ed i turbamenti economici che ne seguirono. Col settembre 1914 si ebbe un miglioramento che durò sino ai primi mesi dell'anno seguente, dovuto, secondo lo Stringher, al decrescere delle importazioni — diminuite di oltre 700 milioni nel periodo agosto-dicembre, in confronto agli stessi mesi dell'anno precedente — ed alla larga introduzione in Italia di biglietti di banche estere, portati dagli emigrati, costretti a rimpatriare rapidamente (1).

Ma tale stato di cose non poteva durare per il nostro paese, costretto ad importare largamente dalle necessità del suo rifornimento e mentre erano cessati il flusso dei forestieri, le rimesse degli emigranti e le antiche correnti del traffico internazionale erano state distrutte dalle chiusure di frontiere e dai vincoli di ogni specie messi, in ogni paese, alle importazioni ed alle esportazioni. Nel marzo del 1915 la corsa all'aumento riprese e non ebbe più interruzione, aggravata anche dalle particolari condizioni economiche e monetarie dell'Italia. Nel nostro paese infatti, che non ha mai avuto una ef-

(1) STRINGHER: *Su le condizioni della circolazione e del mercato monetario in Italia durante e dopo la guerra.*

fettiva sostanziale circolazione di monete d'oro, ad ogni emissione di carta moneta, corrispondeva un effettivo aumento nella quantità del medio circolante, mentre in altri paesi — come la Francia e la Gran Brettagna — in quel primo periodo, una parte notevole dei biglietti emessi andò a sostituire le monete d'oro in circolazione, attratte e, in tutti i modi possibili, nei forzieri degli Istituti di emissione (1).

Altri fattori concorsero ad aggravare la situazione: mancò, come si è detto, l'apporto di divisa estera dovuto al movimento forestieri ed alle rimesse degli emigranti; si mantennero stazionarie, anzi si ridussero, nonostante ogni sforzo, le esportazioni — 2216 milioni nel 1915 contro 2210 del 1914 e 2512 del 1913 — assai più che non si riducessero le importazioni — 3331 milioni nel 1915 contro 2293 del 1914 e 3646 del 1913. — Inoltre, titoli italiani collocati in buon numero all'estero ci vennero rimandati, mentre il paese nostro non poteva contrapporre a tutto ciò la realizzazione di capitali italiani all'estero, che sommavano a cifre assai modeste (2).

Le sovvenzioni ottenute dai paesi alleati valsero ad alleggerire il mercato delle divise dalle conseguenze delle importazioni straordinarie di guerra,

---

(1) Stringher (op. cit.). Vedi nel capitolo precedente a questo, là dove si tratta dei paesi con corso forzoso, quali conseguenze ha, sul prezzo dei cambi, il fatto che vi siano monete d'oro in circolazione.

(2) Lo Stringher (op. cit.) calcola ad oltre 16 miliardi di lire nostre i soli titoli nord-americani posseduti dalla Gran Brettagna prima della guerra.

ma non poterono distruggere gli effetti della nuova situazione dei nostri traffici internazionali e, soprattutto, quelli dell'eccesso di carta moneta in circolazione, che produsse una alterazione della parità reale della nostra lira con le più apprezzate valute estere. Così, verso la fine del 1915, la lira italiana perdeva intorno al 20% in confronto al franco svizzero (1).

Questa condizione di cose andò peggiorando nel seguente anno, per l'aggravarsi degli stessi fattori che l'avevano determinata: « .... i precedenti e lo « stato attuale della nostra struttura monetaria, che « non le consente di attingere in paese vigore e « forza a notevoli scorte auree, capaci di fronteg- « giare proporzionatamente la crescente circolazio- « ne cartacea: dallo scoppio della guerra europea « i biglietti circolanti in Italia sono cresciuti per un « valore superiore a tre miliardi e mezzo di lire — « in media cento lire per abitante — e sono, invece « diminuite le riserve in ispecie d'oro esistenti nelle « casse dello Stato e degli istituti di emissione — « la scomparsa e l'affievolimento di elementi sostan- « ziali compensatori — se si prescinde dalla nuova « creazione di debiti dello Stato all'estero — dello « sbilancio mercantile che, per il 1916, si calcola « ad una cifra più che doppia di quella registrata « per il 1915, a ciò contribuendo, principalmente. « il rincaro dei prezzi in oro all'estero delle derrate « e delle merci più importanti onde abbisogna l'I-

(1) Vedi, per le variazioni dei cambi, dal 1914 al 1920 nella Borsa di Ginevra, l'interessante quadro pubblicato dalla Rivista *L'Economista* come supplemento al fascic. del 31 ottobre 1920.

« talia; poi il maggior disagio della valuta in biglietti... » (1).

La perdita della moneta italiana, in confronto alla valuta svizzera, dopo aver oscillato intorno al 20% nella prima metà dell'anno ed essersi ridotta al 17% nel settembre, aumentò rapidamente sino al 27% nel dicembre.

Il 1917 fu l'anno degli avvenimenti tristi: la defezione russa, i rovesci franco-inglesi e Caporetto. La discesa del valore della nostra lira continuò senza interruzione, nonostante lievi accenni di ripresa nell'aprile — perdita sul franco svizzero 36% in marzo e 26% in aprile — per arrivare al 48% nel dicembre di quell'anno. Il deprezzamento continuò nell'anno seguente, sino al mese di giugno, toccando un massimo del 58%; il valore della lira risalì poi rapidamente: in ottobre la perdita è ridotta a poco più del 20% e si mantiene intorno a tale misura sino al febbraio del 1919, poi comincia la discesa verso l'abisso: nel maggio del 1920 la lira italiana perde il 76% con la magra consolazione di vedersi seguita, a 10 punti di distanza, dal franco francese e preceduta, verso le profondità vertiginose, dal marco e dalla corona, mentre la sterlina si avvicina alla pari ed il dollaro la supera.

La ricerca delle cause che hanno condotto ad un tale stato di cose non è semplice ed agevole, specialmente se si tratta non soltanto di mettere in luce i varî fattori del deprezzamento, ma di dare a ciascuno di essi il giusto peso. Mancano, tra al-

(1) Stringher: Relazione agli azionisti della Banca d'Italia 1916.

tro, alcuni elementi di giudizio indispensabili per ricostruire in modo esatto e completo — come ben osserva il Mortara — la storia delle vicende dei nostri rapporti di debito e credito con l'estero e per mettere in luce come si siano saldati i disavanzi che le statistiche rivelerebbero nella bilancia dei nostri scambi internazionali (1).

Le opinioni degli uomini di scienza sono, a questo proposito, discordi. Lo Stringher, come abbiamo veduto, non ha mancato di mettere in prima linea la debolezza della nostra struttura monetaria e la inflazione cartacea, dovuta al susseguirsi delle varie emissioni.

L'Italia ufficiale ha sempre dimostrato di considerare l'aumento di circolazione come un fattore di importanza secondaria. Nel dicembre 1916 il Ministro del Tesoro, on. Carcano, così indicava le cause del deprezzamento: « ... La guerra per se « stessa, la eccedenza delle importazioni sulla espor- « tazioni, cresciuta a dismisura, per l'aumento di « quantità e più assai per l'aggravarsi straordina- « riamente del prezzo di tante merci, che siamo ob- « bligati ad acquistare in pochi mercati stranieri; « le stremate esportazioni, a causa dei molti di- « vieti e delle difficoltà dei trasporti; i compensi « che vengono a mancare per le scemate rimesse « degli emigrati e l'assoluta mancanza del concorso « dei forestieri, hanno peggiorato di molto le con- « dizioni della bilancia dei pagamenti fra l'Italia e « l'estero. A questi elementi contrarî devesi aggiun-

(1) Tale disavanzo è dal Mortara valutato in 7 miliardi per il solo 1919 Vedi: *Prospettive economiche per il 1921.*

« gere (pur non volendosi attribuire unica o pre-
« ponderante influenza, come taluno vorrebbe) le
« maggiori emissioni di carta, che si riflettono in
« grado forse meno sensibile, ma continuo e dan-
« noso, sui prezzi di tutte le merci » (1).

Il Nitti, l'anno seguente, parlando alla Camera dei Deputati, riaffermava gli stessi concetti: « Tan-
« te e così varie forme di emissione e *principal-*
« *mente* la diminuzione di tutte le risorse con cui
« nei tempi normali, si saldava la nostra bilancia
« di debiti e di crediti, non potevano non avere
« effetti sui cambi. Vi ha concorso una speculazio-
« ne spesso inevitabile, più spesso deplorevole; ma
« niuno può ammettere che il fenomeno dei cambi
« non si dovesse manifestare in forme acute » (2).
E tra i documenti allegati alla stessa esposizione finanziaria, nella parte dedicata all'esame della circolazione e dei cambi, dopo aver detto dell'aumento della nostra circolazione e delle sue cause, si conclude: « Tale aumento, che a prima vista ap-
« pare assai ragguardevole, non è in realtà esage-
« rato se si considerano le cause dalle quali è stato
« determinato e se si pensa che tutti gli Stati belli-
« geranti, all'infuori dell'Inghilterra, ebbero una
« massa di biglietti di nuova emissione proporzio-
« nalmente assai superiore all'Italia. Non appare
« quindi illogico affermare che essa *non ha avuto*
« *influenza preponderante sull'andamento del cam-*
« *bio*. Purtroppo la progressione del cambio e pa-
« rallelamente dell'aggio, fenomeno assai comples-

(1) Carcano: Esposizione finanziaria 8 dicembre 1916.
(2) Nitti: Esposizione finanziaria 19 dicembre 1917.

« so, *è dovuta in prevalenza a cause di ben mag-*
« *giore importanza,* come quelle che sono in stretta
« connessione con gli ingenti acquisti imposti in
« questo periodo dalle necessità belliche e con la
« diminuzione delle esportazioni » (1).

Contro l'opinione ufficiale e le esagerate conseguenze che ne traevano i suoi propagatori, col risultato deplorevole di disorientare sempre più l'opinione pubblica, si ebbe un vigoroso movimento di reazione, guidato da studiosi illustri, come l'Einaudi. Il quale, giovandosi dei dati statistici sul nostro commercio internazionale e sugli incassi fatti all'estero dal governo, per prestiti con gli Alleati, allegati dal Nitti alla esposizione finanziaria già ricordata, dimostrò come, per il periodo luglio 1915-ottobre 1917, non potesse parlarsi di uno sbilancio commerciale perchè i prestiti fatti dal governo all'estero furono sufficienti a pagare la quasi totalità delle merci importate in più in confronto a quelle esportate. Fuor di luogo dunque attribuire a questo inesistente sbilancio il peggioramento del cambio, dovuto invece principalmente allo svilimento della nostra carta moneta (2).

La questione merita di essere riesaminata, giovandosi dei dati più corretti e completi, allegati alla esposizione finanziaria fatta dal Meda alla Camera nel dicembre 1920 e per quanto manchino sempre — come ha rilevato il Mortara — notizie sul modo con cui *è stato saldato* lo sbilancio commerciale verificatosi durante la guerra.

---

(1) Nitti: id. id. allegato N. 17.
(2) Vedi *Corriere della Sera* 8 gennaio 1918.

Le eccedenze delle importazioni sulle esportazioni (sbilancio commerciale) nelle annate di guerra sono le seguenti:

luglio	1915-giugno	1916	milioni	di	L.		4.166,4
»	1916- »	1917	»	»	»		7.787,1
»	1917- »	1918	»	»	»		11.019,6
»	1918- »	1919	»	»	»		13.683,6

I prestiti fatti all'estero dal governo nello stesso periodo, calcolati alla pari (dollaro L. 5,18 e sterlina L. 25,22) sono i seguenti:

Esercizio	1915-1916	L.	2.275.469,800
»	1916-1917	»	3.259.666,200
»	1917-1918	»	5.935.675,800
»	1918-1919	»	7.735.179,200

A tali prestiti corrispondono i seguenti incassi effettivi:

Esercizio	1915-1916	L.	2.679.200,000
»	1916-1917	»	4.276.300,000
»	1917-1918	»	9.272.700,000
»	1918-1919	»	10.282.500,000

Considerando le cifre dei debiti, col dollaro e la sterlina alla pari, e quelle degli incassi effettivi corrispondenti, vediamo che il maggior incasso dovuto al cambio è stato del 18% nel 1° esercizio; del 28% nel 2°; del 56% nel 3° e del 33% nel 4°.

Gli incassi fatti dal governo vanno portati a diminuzione dello sbilancio commerciale, per cui la parte scoperta — sarebbe più esatto dire la parte

che non si sa come sia stata saldata — si riduce nelle proporzioni seguenti:

Esercizio	1915-1916	milioni	di	L.	1.487,2
»	1916-1917	»	»	»	3.510,7
»	1917-1918	»	»	»	1.726,9
»	1918-1919	»	»	»	3.401,1

La circolazione bancaria e di Stato, compresi i biglietti di Stato, era al 30 giugno 1914 di lire 2.687.759.400 ed al 30 giugno 1919 di lire 14.803.600.000. L'aumento è però avvenuto in misura diversa durante i varî esercizi; se si sommano, per ogni esercizio, le cifre della circolazione a fine mese e si divide il totale per 12, si ha una media aritmetica che si può assumere come cifra dell'ammontare medio della circolazione durante l'esercizio a cui si riferisce. Così facendo, per gli esercizî suindicati, troviamo una media di 5 miliardi circa, in cifre tonde, per il 1°; di 6 miliardi e 1/4 per il 2°; di 10 miliardi circa per il 3°; di milioni 13.770 per il 4°. E mettendo questa media in confronto alla circolazione del giugno 1914 vediamo che l'aumento è arrivato ad 86% nel 1915-16; a 133% nel 1916-17; a 273 % nel 1917-18 ed a 376 % nel 1918-19.

Coi dati che abbiamo sin qui esposti, si può costruire il tabellino seguente:

Anno	Deficienza dei crediti	Circolazione (circol. giugno 1914 =100)	Aumento del cambio
1915-1916	1487,2	186	18%
1916-1917	3510,7	233	28%
1917-1918	1726,9	373	56%
1918-1919	3401,1	476	33%

Dalle cifre suesposte non appare affatto una correlazione tra l'entità dello sbilancio e l'aumento del cambio: nel 2° esercizio, quando lo sbilancio è massimo, si ha un aumento relativamente modesto, di appena il 10% nel corso del cambio, mentre nell'ultimo esercizio, nonostante la deficienza di crediti risulti di poco inferiore ai tre miliardi e mezzo, si ha invece una diminuzione. Invece gli aumenti massimi del cambio si hanno in corrispondenza ai due esercizî nei quali si sono verificati gli aumenti maggiori di circolazione, cioè il 1° ed il 3°.

Con ciò non si deve ritenere che le deficienze di crediti all'estero non abbiano influenza sul cambio: si deve non esagerare il peso di questo fattore. Anche prescindendo dalle difficoltà di rilevazione che si presentano in questo campo e dalla insufficienza dei dati che le statistiche possono mettere a nostra disposizione, è necessario tener presente che la deficienza di crediti all'estero ha sempre un marcato carattere di transitorietà. L'ammontare di questo *deficit* per il periodo considerato, supera i 10 miliardi; se si volesse supporre che non è stato pagato, bisognerebbe dedurne che, oltre ai 20 miliardi circa di debiti all'estero fatti dal governo, i privati hanno trovato gente che ha prestato altri 10 miliardi. È da escludere che, durante la guerra, abbia potuto verificarsi una tale immigrazione di capitali esteri nel nostro paese e senza manifestarsi in forme visibili (1). Ma se ciò fosse accaduto, in ogni modo avrebbe dovuto trattarsi

(1) « ... non si sono verificati in maniera notevole ed appariscente, per il nostro paese, quei gravi fenomeni dell'assorbi-

di concessioni di crediti a lunga scadenza, cioè in forma tale da togliere loro — come sappiamo — ogni influenza immediata e diretta sul mercato dei cambi. È certo che deficienze di valute e di divise estere devono essersi presentate numerose volte durante il periodo in esame, ma è certo anche che, in un tempo relativamente breve, devono aver trovato il loro compenso, per quanto sfugga ai mezzi statistici nostri la possibilità di misurare tali deficienze e di mettere in luce in quale modo siano avvenuti i compensi.

La inflazione monetaria, oltre all'agire sui corsi dei cambi, alterando le parità monetarie reali, dà un grande peso — come abbiamo veduto — ai fattori morali, cioè rende il mercato dei cambi ultra sensibile ad ogni variazione della misura di fiducia che l'estero ha verso di noi. Per tale fatto, tutte le vicende di guerra — buone e cattive — si sono ripercosse sull'andamento dei corsi, provocando notevoli oscillazioni. L'esercizio 1917-1918 comprende il periodo più disgraziato della nostra guerra: Caporetto e l'invasione del Veneto. Il prezzo del franco svizzero, che fu in media di 163,27 nel settembre 1917, è salito a 194,80 nel novembre dello stesso anno, continuando ad aumentare sino ad un massimo di L. 230,75 nel giugno del 1918. L'insuccesso dell'offensiva austriaca sul Piave — che decise delle sorti della guerra — ebbe una ripercussione favorevole, provocando un movimento

---

mento, da parte del capitale estero, di aziende produttive, di cessione di grandi masse di titoli industriali... ». RICCARDO BACHI: *L'Italia Economica nel 1919*.

di discesa, che continuò fino al febbraio del 1919, nonostante la circolazione sia aumentata, nello stesso periodo, di circa un miliardo e mezzo, passando da milioni 12.183 a milioni 13.666 (1).

Il corso del cambio durante l'esercizio 1918-1919 ha risentito i benefici effetti, oltre che dell'avvenimento accennato, della vittoria e delle speranze suscitate dalla fine delle ostilità. Risentì anche gli effetti degli accordi internazionali conclusi in quel periodo, per cui, secondo il Mortara, dovrebbero considerare come depressi artificiosamente i corsi della fine del 1918. I corsi su Londra e Nuova York cominciano a discendere appunto nel luglio del 1918 e toccano il minimo nel febbraio dell'anno seguente; ricomincia poi un periodo di ascesa, dovuto alle nuove incertezze della situazione ed all'aumento fantastico della circolazione. La media dell'aumento del cambio, dal luglio 1919 al giugno 1920, calcolata come si è detto, è del 75%; ma la media dei cambi su Londra e Nuova York, che è di 155,7 al principio dell'esercizio, è di 496 alla fine dello stesso. La circolazione media, durante questi dodici mesi, fatta quella del 30 giugno 1914 uguale a 100 è di 665; le cifre assolute sono di milioni 15.410 nel luglio 1919 e di milioni 20.356,5 nel giugno del 1920.

---

(1) Influenza anche maggiore ebbero gli accordi con gli Stati Uniti, che durarono dall'agosto del 1918, al marzo del 1919, quando gli americani li denunciarono.

CAPITOLO II.

Il monopolio dei cambi - Il dopo guerra

Dal 1° agosto 1914 alla metà del 1920 in Italia sono stati emanati ben 113 provvedimenti legislativi, riguardanti il commercio dei cambi o materie che comunque interessano questo commercio (1). E ciò senza tener conto delle numerose circolari con istruzioni, declaratorie e norme riguardanti la interpretazione e la esecuzione dei decreti stessi. Questo numero, veramente imponente, anche se si vuole tener conto della eccezionalità del periodo, dimostra quanto sia stato tormentoso e tormentato il problema e come sia stato causa di continue ed assillanti preoccupazioni.

Poco meno della metà di questi provvedimenti, ha per oggetto il commercio dei cambi vero e proprio; gli altri riguardano le borse, il regime delle importazioni, le monete metalliche e le materie preziose, i pagamenti in oro, il coordinamento degli

(1) *Legislazione e disposizioni amministrative riguardanti il commercio dei cambi con l'estero;* a cura dell'Istituto Nazionale per i cambi con l'estero, con prefazione di Bonaldo Stringher.

impegni e dei pagamenti dello Stato all'estero, i rapporti con sudditi di Stati già nemici, ecc. ecc.

La serie si apre con due decreti reali del 1° agosto 1914, uno dei quali, in considerazione della situazione internazionale, ordina la chiusura delle borse, mentre l'altro vieta la esportazione di alcune merci, sia allo scopo di assicurare il rispetto della neutralità nostra, sia per impedire il depauperamento dei nostri mercati, di fronte alla febbre d'incetta d'ogni merce, da cui erano invasi i belligeranti. A quest'ultimo decreto un altro ne seguì a pochi giorni di distanza, col quale la lista dei divieti di esportazione venne allungata e si compresero, tra le merci colpite, le verghe d'oro e le monete.

Non è il caso di fare un esame, anche sommario, di tutta questa massa di provvedimenti; basterà, per le necessità nostre, ricordare qui i principali od i più caratteristici e le cause che li provocarono Lo Stringher considera tre periodi distinti (1):

anteriore al regime di monopolio, che va dal 1° agosto 1914 all'11 marzo 1918;

regime di monopolio, che va dall'11 marzo 1918 al 15 maggio 1919;

regime di controllo e di concorrenza circoscritta, dal 15 maggio 1919 in poi.

Il primo periodo si può dividere in due parti: dal 1° agosto a tutto il 1915 e da questa data alla istituzione del monopolio.

I provvedimenti emanati prima della fine del 1915 sono esclusivamente rivolti a regolare ed a disciplinare la determinazione del prezzo dei cambi, in

(1) Stringher: op. citata nella nota precedente.

seguito alla chiusura delle borse. Il prezzo dei cambi sale: l'opinione pubblica si inquieta e ne fa colpa alla speculazione ed il governo, che ha istituito presso le Camere di Commercio di Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino, delle commissioni per la determinazione dei prezzi, cerca di acquetare i rumori allargando e modificando la composizione delle commissioni stesse e variandone il funzionamento.

Intanto, nel gennaio del 1916 la media del premio della sterlina e del dollaro, sulla lira italiana, è già del 28% circa. Nello stesso tempo si apre la serie delle deroghe e delle limitazioni. Con un decreto del 28 febbraio 1916 viene stabilito che, per il periodo della guerra, tutti i pagamenti da eseguire in adempimento di contratti portanti la clausola « oro effettivo » o altra equivalente, siano fatti in valuta legale, al corso ufficiale del cambio al giorno della scadenza. Con tale provvedimento si fa pure divieto di inviare all'estero titoli italiani estratti e cedole maturate. È il primo passo per ridurre il volume della domanda di divise estere sul mercato nostro.

Un secondo passo, assai più importante, segue ben presto: il 21 maggio 1916 viene data al Ministro delle Finanze la facoltà di vietare l'importazione nel Regno, di merci ingombranti o destinate ad usi di lusso o voluttuarî ed il ministro fa immediato uso di questa facoltà, pubblicando la prima tabella delle merci colpite da divieto d'importazione.

Tre mesi dopo viene fatto obbligo di tenere un registro per tutte le operazioni relative al com-

mercio dei cambi e quasi contemporaneamente si istituisce una commissione per regolare e coordinare i pagamenti ed i modi di pagamento da farsi all'estero. Ma gli avvenimenti impongono ben presto altri e più gravi provvedimenti: avviene Caporetto e, come abbiamo veduto, questo tristissimo avvenimento ha ripercussioni notevoli anche sui prezzi dei cambi. Il governo pensa al monopolio ed intanto attua una serie di restrizioni sulla esportazione dei valori, la vendita delle divise estere, le valute ammesse per il pagamento delle merci esportate e fa accordare al ministro del Tesoro la facoltà di imporre che le divise estere ottenute in pagamento delle esportazioni, siano cedute, contro pagamento in valuta cartacea, al Tesoro o ad un ente da esso indicato.

Il decreto relativo è del 27 novembre 1917 e per la sua importanza merita di essere esaminato con qualche ampiezza. Vengono vietate la esportazione di valori e la cessione di crediti all'estero che non abbiano per iscopo il pagamento di merci di cui sia consentita e prossima la importazione nel regno, o la estinzione di debiti scaduti o di provvedere a bisogni alimentari di persone che avendo i loro beni nel Regno, risiedono all'estero. Ogni eccezione deve essere autorizzata dal ministero del Tesoro e gli istituti di credito, i banchieri e coloro che in genere negoziano cambi o divise estere, non possono cederne senza prima essersi accertati della legittimità dello scopo a cui devono servire.

Con queste disposizioni si completano quelle del decreto già ricordato sulla disciplina delle impor-

tazioni; precisando e circoscrivendo i casi in cui la domanda di cambi è consentita, il legislatore si propone di ridurre al minimo la domanda stessa. Si propone anche di eliminare dal mercato dei cambi tutto ciò che è speculazione ed allo stesso fine tendono le altre disposizioni del decreto, che subordinano la facoltà di esportare merci all'obbligo che il prezzo sia stabilito e corrisposto nella valuta del paese acquirente o di destinazione, mentre, accordando al ministero del Tesoro la facoltà di imporre la cessione delle divise estere così ottenute, si preparano i mezzi per un più stretto controllo del mercato.

La disposizione relativa al pagamento delle esportazioni, fu una delle più discusse e criticate e non senza fondamento. Per essa la lira italiana e tutti i titoli in lire italiane, venivano messi al bando; venivano messi, in un certo senso, fuori di corso, per i traffici internazionali del nostro paese e privati della facoltà di pagare i debiti derivanti dalle nostre esportazioni. Le conseguenze di tale misura avrebbero potuto essere la scomparsa di tali titoli dai mercati esteri od almeno un loro deprezzamento.

Il primo fatto non si verificò; del secondo è difficile farsi una idea, perchè troppi fattori hanno influito sul corso dei cambi allo scorcio del 1917 ed agli inizî del 1918. Un fatto certo è questo: che all'estero esisteva una quantità notevole di valuta italiana e di titoli in lire italiane e che nei mesi susseguenti al provvedimento, devono essere avvenute nuove e notevoli esportazioni di carta moneta italiana, poichè, circa otto mesi dopo, col

decreto 30 giugno 1918. il governo vieta l'uscita dal Regno dei biglietti di Stato e di Banca italiani e dei titoli di credito stilati in lire italiane. E pare che tale esportazone sia continuata anche dopo, nonostante il divieto (1).

Tale fatto fa sorgere una domanda interessante: a che potevano servire, questa valuta e questi titoli italiani. deprezzati ufficialmente, per il divieto di riceverne in pagamento delle esportazioni? Mancano assolutamente elementi per una risposta: chi scrive ha fatto uno spoglio di quanto si è detto e pubblicato in Isvizzera, in quel periodo, intorno al cambio dell'Italia e non ha trovato alcuna indicazione che valga a gettar luce su tale punto. Si deve ritenere che il decreto non abbia avuto, per questa parte, rigorosa applicazione; si deve ritenere inoltre che il paese nostro avesse, oltre alle esportazioni di merci, altre perenni fonti di credito verso l'estero. Si deve pensare ai cinque milioni di italiani residenti fuori d'Italia e legati da mille vincoli di interesse alla madre patria; si deve considerare che molti di questi italiani avevano fratelli, figli, parenti tornati in Italia per il servizio militare e che certo li sovvenivano di aiuti in denaro. Forse si è dato troppo scarso peso, nelle considerazioni sul saldo dello sbilancio commerciale dell'Italia durante la guerra, a questo fattore delle rimesse degli emigrati e, per il particolare punto che ci interessa, occorre non dimenticare che l'invio in Italia di valuta italiana era operazione legittima ed una delle poche libere da vincoli e da controlli.

(1) R. Bachi: *L'Italia Economica nel 1918.*

Comunque, se lo scopo della disposizione in esame fu quello di restringere il mercato nell'intento di meglio controllarlo, si può rilevare che non fu raggiunto, perchè titoli e valuta italiana continuarono ad essere trattate in tutte le borse estere. Per la stessa ragione il provvedimento non riuscì a sopprimere il commercio di speculazione. Ma è probabile assai che, con questa disposizione, si tendesse anche ad uno stretto controllo sulle divise estere disponibili, in previsione del progettato monopolio. Il quale venne preannunciato ufficialmente due settimane dopo (decreto 11 dicembre 1917) ed attuato quattro mesi più tardi, cioè a partire dal giorno 11 marzo 1918.

Il decreto 11 dicembre 1917 creò l'Istituto Nazionale dei cambi, al quale venne riservato il commercio di ogni mezzo che potesse servire a pagamenti fuori d'Italia.

Chiunque era o diventava possessore di crediti sull'estero, doveva farne cessione ad una delle banche indicate dall'Istituto; i cambi così raccolti e quelli messi dal Tesoro dello Stato a disposizione dell'Istituto, venivano da questo ceduti a chi doveva servirsene per pagamenti all'estero, con le limitazioni fissate dai decreti precedenti e cioè soltanto per importazioni ammesse dalle dogane, ecc.

L'Istituto doveva operare a mezzo di un consorzio composto dalla Banca d'Italia, dal Banco di Napoli, dal Banco di Sicilia, dalla Banca Commerciale Italiana, dal Credito Italiano, dalla Banca Italiana di Sconto, dal Banco di Roma, che sottoscrissero un fondo di 10 milioni, che servì come capitale d'esercizio. Per l'acquisto e la vendita dei

cambi si aggregò poi molte altre Banche, autorizzate a funzionare come agenzie dell'Istituto medesimo.

Un'altra disposizione di notevole importanza venne presa nella stessa occasione : fu stabilito che nessun impegno di pagamento verso l'estero potesse venir assunto da chiunque senza il consenso preventivo dell'Istituto dei cambi. «... Il regime di monopolio così determinato non potè, peraltro, avere applicazione con la eliminazione assoluta di altri fattori e separando con un taglio netto l'esercizio della industria bancaria da quello del commercio dei cambi. L'attuazione di un monopolio assolutamente esclusivo e per sè stante, avrebbe richiesto, fra l'altro, una centralizzazione dei servizî inerenti agli acquisti ed alle vendite delle divise estere offerte e domandate in tutta Italia; una centralizzazione che non potevasi improvvisare e per la quale sarebbero mancati i mezzi di esecuzione, mentre si sarebbe dimostrata inconciliabile con la vastità del movimento dei fondi e con le esigenze commerciali, in ordine ai pagamenti ed alle riscossioni fuori d'Italia.

« Pertanto, anche durante il regime di monopolio, le banche italiane che, per necessità di cose, furono chiamate a esercitare perifericamente l'ufficio di agenzie dell'Istituto dei cambi, conservarono le loro relazioni con le banche estere, avendo l'obbligo di riversare all'Istituto l'eccedenza di valore delle divise acquistate su quelle vendute e di applicare i prezzi ufficiali, stabiliti dall'Istituto medesimo, a tutte le rispettive operazioni di compera e di vendita.

« Ed è poi giusto di osservare che l'ordinamento consortile, stabilito dal decreto creativo dell'Istituto per l'esercizio del monopolio, rese possibile di mettere senz'altro a disposizione di questo l'organizzazione specifica di tutta l'alta banca italiana. di risparmiare la non agevole e non sollecita formazione di molti nuovi uffici, di nuovi congegni e di nuova compagine burocratca; mentre una sola direzione generale, al centro, in Roma, composta di adatti elementi, doveva tener in pugno le file della molteplice schiera di collaboratori, vigilandone l'opera e stimolandone l'azione. Di tutte queste forze bancarie si è procurata la virtuale fusione, in guisa che la sospensione della libera concorrenza nel commercio dei cambi, imposta dalle incalzanti necessità di quei momenti eccezionali, non tornasse di soverchio intralcio all'economia nazionale » (1).

Il monopolio non potè dunque attivarsi in forma rigida ed assoluta, nonostante le eccezionali condizioni del periodo, assai favorevole ad un esperimento del genere. Anche sui risultati i giudizî non sono tutti favorevoli.

« L'Istituto avrebbe dovuto evitare le speculazioni sui cambi, alle quali si affermava spettare molta parte nell'alto livello dei prezzi, mentre è ben noto che la speculazione in questo particolare mercato può solo provocare relativamente tenui e brevi spostamenti nei prezzi; il regime di monopolio avrebbe però potuto evitare le frequenti brusche oscillazioni, attenuando un elemento di alea nel giro

(1) Stringher: prefazione all'opera accennata nella nota a pag. 181.

degli affari, ciò non solo per effetto della eliminazione della ricordata opera speculativa, ma anche perchè, concentrando il traffico delle divise verso tutti i paesi esteri, meglio poteva operare la compensazione fra debiti e crediti verso l'estero anche con la traslazione dei crediti esuberanti rispetto a un dato paese a piazze verso cui i crediti siano deficienti; questa opera di compensazione poteva meglio e più rapidamente riuscire al monopolista ufficiale, in confronto con l'abituale movimento di arbitraggio e tratte finanziarie effettuate isolatamente da banche e banchieri, specialmente perchè l'Istituto italiano veniva a funzionare in rapporto con organizzazioni in parte esistenti in altri paesi alleati... L'Istituto nei primordi, si trovò anche a dover provvedere cospicui mezzi per i fortissimi impegni assunti dai nostri industriali dopo Caporetto, per ovviare alle forti perdite di materiale militare. L'Istituto, pertanto, lungo quei primi mesi, non riuscì a migliorare la situazione, anzi le quotazioni proseguirono nel loro andamento ascensionale... Risultato, così, insufficiente il monopolio del mercato dei cambi. un'altra direttiva politica fu adottata a somiglianza di quella già vigente tra la Francia e l'Inghilterra; per mitigare le quotazioni si richiese l'appoggio dell'Inghilterra e degli Stati Uniti; fra il giugno e l'agosto furono stipulati accordi con le amministrazioni finanziarie degli Stati Uniti, dell'Inghilterra, della Francia, e poi di varî paesi neutrali, per regolare e stabilizzare i cambi mercè un continuato servizio di assorbimento di nostre divise e di forniture di divise estere. L'artificiale sistema, così foggiato, ha mante-

nuto stabile il prezzo dei cambi lungo alcuni mesi (sino al marzo 1919), perchè, attraverso il dominio sulla domanda di divise estere (controllo delle importazioni) e sulla offerta (in massima parte per effetto delle aperture di credito dei paesi alleati e neutrali), si è verificata una delle condizioni per cui un monopolista può controllare il mercato. Il sistema del prezzo violentemente fissato a un basso e stabile livello è durato alcuni mesi solo per effetto dell'accennato dominio artificiale sulla offerta e sulla domanda di divise; le stabili quotazioni non erano « prezzi di mercato », ma « tariffe », « prezzi politici », mantenute ad opera di una pesantissima « bardatura di guerra »; contro tale bardatura levavano alte strida (reclamando maggiore larghezza di importazioni e protestando per i vincoli alla disponibilità delle divise derivanti dalle esportazioni) quegli stessi elementi commerciali ed industriali a cui vantaggio era precipuamente rivolta la stabile e bassa quotazione. Il cambio mite e fermo ha provocato sensazioni e giudizî esagerati e infondati, così come erano reciprocamente stati i sentimenti e giudizî espressi sulle anteriori alte quotazioni; le quotazioni alte sono sintomo di malessere, di anormalità economica e il malessere e la anormalità sono continuati anche se artificialmente si è alterato l'apparecchio misuratore. Sembrano inesatti anche i giudizî sull'effetto prodotto dal provvedimento rispetto all'economia nazionale: il regime fu possibile perchè la gran maggioranza delle importazioni avvenivano per conto dello Stato, in regime di indebitamento, di proroga nel pagamento e così senza immediata

applicazione effettiva del più mite prezzo della valuta estera: le importazioni private erano rigorosamente controllate e solo la forzata limitazione di quantità ha potuto rendere possibile il regime: il controllo ha sostituito una data scelta (fatta in base a criteri speciali) fra le merci importabili e quella che sarebbe avvenuta secondo il libero gioco delle forze economiche » (1).

Noi siamo propensi a credere che il monopolio sia stato il prodotto di fattori morali e politici più che economici: la necessità di liberarsi, in un momento difficile, dalle inquietudini dell'opinione pubblica per il peggiorare dei cambi; la speranza, con la instituzione di un rigido controllo governativo, di ottenere dagli alleati un più facile e largo aiuto. Certo che i risultati furono miseri ed inadeguati allo sforzo, tanto più se si considera che, indipendentemente, dal monopolio, il governo aveva a sua disposizione una massa enorme di divise estere, per effetto dei prestiti con gli Stati Uniti e con l'Inghilterra. Le esportazioni, nei 12 mesi del 1918, sommano a 3.345 milioni di lire circa; nello stesso periodo il governo incassò, per debiti fatti all'estero, oltre 9 miliardi di lire; questa condizione di cose presentava indubbiamente la possibilità di influire sulla offerta di divise, senza ricorrere al macchinoso apparato del monopolio.

Pare certo poi che l'Istituto abbia dovuto subordinare la sua azione alle direttive imposte dal governo per le sue convenienze politiche, perchè il desiderio di accontentare l'opinione pubblica, che

(1) R. Bachi: *opera citata.*

protestava contro il rialzo dei cambi, portò a quel periodo di prezzi artificiali a cui anche il Bachi accenna e per ottenere il quale si sperperarono, probabilmente, risorse di crediti che, più cautamente impiegate, sarebbero state preziose in seguito.

L'andamento del corso dei cambi conferma queste nostre brevi osservazioni: diamo qui i corsi mensili, per tutto il periodo del monopolio, in ragione percentuale.

	Francia	Londra	Svizzera	New York
1918				
Gennaio	147,81	159,40	189,04	163,01
Febbraio	151,64	163,56	192,62	167,09
Marzo	**153,12**	**165,22**	**197,25**	**168,89**
Aprile	155,—	167,11	208,62	171,05
Maggio	158,—	170,28	219,98	174,03
Giugno	160,81	173,17	230,75	174,84
Luglio	157,20	169,33	226,66	168,23
Agosto	133,01	143,09	188,83	144,95
Settembre	120,—	120,18	152,91	122,48
Ottobre	116,—	120,18	133,70	122,58
Novembre	116,—	120,18	129,50	122,47
Dicembre	116,—	120,18	129,50	122,47
1919				
Gennaio	116,—	120,18	129,50	122,47
Febbraio	116,—	120,18	129,50	122,47
Marzo	116,70	123,40	133,16	126,19
Aprile	125,12	137,53	153,—	143,22
Maggio	**129,22**	**153,72**	**163,81**	**160,76**
Giugno	125,39	147,97	151,34	155,33
Luglio	121,66	148,84	151,36	162,47
Agosto	118,44	156,39	164,02	178,48
Settembre	115,95	162,36	174,88	188,51
Ottobre	118,22	168,74	181,31	196,33
Novembre	126,13	193,52	217,25	229,39
Dicembre	121,89	198,67	242,44	252,19

Il monopolio ebbe principio il giorno 11 marzo 1918; i corsi del cambio accennarono a migliorare in giugno, dopo la vittoria del Piave, per cui — come abbiamo già rilevato — questo grande fattore morale deve avere esercitato la sua influenza sul miglioramento stesso (1). Il miglioramento prosegue, ma come si vede dal listino più su pubblicato, la stabilità non è affatto raggiunta. Soltanto col settembre e per lo spazio di cinque o sei mesi si ha più che la stabilità; si ha una fissità, che denuncia per se stessa l'artificio della sua origine. Ma « ... cessati, nella primavera del 1919, gli accordi internazionali — i quali avevano assicurato, per un certo tempo, il beneficio di una relativa stabilità nel corso dei cambi — alla vigilia della chiusura dei crediti statali interalleati, ai quali era stato possibile di attingere largamente durante la guerra per coprire l'ingente disavanzo della bilancia dei nostri pagamenti internazionali — venne a mancare all'Istituto lo strumento più potente della sua azione esteriore e dell'opera sua moderatrice e regolatrice del prezzo dei cambi con l'estero » (2).

Già in marzo ed in aprile i corsi ridiventano incerti; col 15 maggio 1919 cessa il monopolio ed a questo provvedimento segue un periodo di ribasso, che dura però appena qualche settimana e di origine, assai probabilmente, speculativa.

Il periodo che segue al monopolio presenta al-

---

(1) Le quotazioni di fine giugno sono mgliori della media mensile: Francia, fine mese 158,75, media 161,02; sterlina, fine mese 43,12 1/4, media 43,73; dollaro, f. m. 8,78 3/4, media 9,10; franco svizzero f. m. 228,50, media 230,70.

(2) Stringher: prefazione citata.

cuni provvedimenti degni di rilievo. L'Istituto dei cambi rimane con funzioni di vigilanza e di controllo; ma vengono mantenute in vigore tutte le norme restrittive sulle importazioni ed i cambi. Infatti il commercio delle divise è autorizzato soltanto per le banche già consorziate o già funzionanti come agenzie dell'Istituto; le altre banche devono chiedere apposita licenza al ministero del Tesoro. Permane, per gli esportatori, l'obbligo di consegnare alle banche autorizzate le divise estere ricavate dalle esportazioni. Soltanto si concede a quegli esportatori che siano anche importatori di materie prime, di giovarsi, per il pagamento di queste, delle divise che sono in loro mani. Infine gli ordini di vendite di valuta italiana all'estero, da parte di banche e di ditte italiane e di banche estere, residenti o rappresentate in Italia, devono avere tutti esecuzione a mezzo dell'Istituto dei cambi.

Sistema, come si vede, che non è di libertà; il governo, incapace di sostenere oltre il peso del monopolio, se ne scarica, pur non avendo il coraggio di lasciare sgombro il campo al libero gioco delle forze economiche. Il quale non è tanto impacciato dall'esistenza dell'Istituto, quanto dal trapasso del monopolio da questo al gruppo delle banche autorizzate e, soprattutto, dalla sopravvivenza delle limitazioni di ogni genere e dalle incertezze della politica governativa.

La fine delle ostilità ed anche il convincimento della necessità di promuovere con ogni mezzo le esportazioni, anche riducendo il consumo interno, fa allargare le maglie dei divieti, ma ancora col

decreto 12 dicembre 1919 si estende agli esportatori delle nuove merci ammesse, l'obbligo di cessione dei cambi e si subordina l'uscita delle merci alla presentazione dei certificati di avvenuta cessione; con altro decreto dello stesso giorno si concede l'esportazione di paste alimentari, ma si riservano al Tesoro le divise estere derivanti da detta cessione — provvedimento reso necessario dall'ordinamento della politica annonaria — e con decreto 29 gennaio 920 si introducono pene restrittive della libertà personale per i contravventori alle disposizioni sul commercio dei cambi, in aggiunta alle pene pecuniarie comminate dai precedenti decreti, che vengono in parte modificate ed aggravate. Infine, con provvedimento del 14 aprile dello stesso anno, si dà facoltà al governo di contingentare il consumo all'interno dei prodotti che possono essere esportati, riservando all'Istituto dei cambi le divise derivanti dalla esportazione di essi.

Ma un altro decreto luogotenenziale, a pochi giorni di distanza — 18 aprile — dà facoltà al ministro del Tesoro di dettare nuove discipline per le borse dei cambi e queste seguono col decreto ministeriale del 24 aprile, che fa obbligo alle autorità di Borsa, agli agenti di cambio, banche ed enti autorizzati al commercio dei cambi, di denunciare tutte le infrazioni alle norme vigenti per tale commercio, di cui avessero notizia; fa divieto agli agenti di cambio di curare acquisti di divise e valute estere per conto di chi non sia autorizzato; fa divieto alle ditte autorizzate di rilasciare a chicchessia, neppure a proprie filiali, alcun impegnativo di cambi e di tenere posizioni speculative di

cambi di nessuna sorta e di contrattare cambi fuori di Borsa e durante le ore di Borsa.

Dello stesso giorno è pure un provvedimento sui trasferimenti di fondi, anche in lire italiane, per conto od a favore dell'estero; su l'assunzione di impegni in lire italiane verso l'estero; su le valute ammesse per l'esportazione delle merci. Si confermano gli antichi divieti; si rinnova la proibizione di contrarre impegni in lire italiane senza l'autorizzazione dell'Istituto; si precisa che i prezzi di vendita devono essere stipulati e pagati, per le merci esportate, in sterline, se per l'Inghilterra, in franchi francesi, se per la Francia, in franchi svizzeri per la Svizzera, in pesetas per la Spagna, in dollari per gli Stati Uniti. Per le esportazioni dirette ad altri paesi, si danno pure indicazioni sulla valuta; le lire italiane sono ammesse per la Germania, varî paesi delle due Americhe, i nuovi e vecchi stati dell'Europa orientale.

È la lotta faticosa che si svolge per mantenere il commercio dei cambi nei limiti del quadro fissato e contro la malfamata speculazione. A carico della quale, mentre il cambio peggiora, si rafforzano le accuse, dimenticando che se i prezzi delle valute estere aumentano spaventosamente, toccando e superando, in alcuni momenti, le 400 lire italiane per 100 franchi svizzeri, anche la circolazione cartacea aumenta con velocità mai veduta; in ragione di quasi mezzo miliardo al mese, dal luglio 1919 al giugno del 1920 ed arrivando, nel luglio di questo anno, a 20.436 milioni.

La conclusione che si può trarre dall'esame di tutta la lunga serie di provvedimenti a cui abbiamo

accennato, è quella della inefficacia, della inutilità di tutti gli interventi diretti a modificare con un colpo di legge, il corso dei cambi, cioè un prezzo che è il risultato di azioni e reazioni economiche molto complesse.

Come abbiamo avuto occasione di dire e di ripetere, il cambio è un indice, l'esponente di uno stato di fatto; qualche cosa come i gradi del termometro o del barometro. Se non si modifica l'ambiente, è inutile sperare una modificazione dell'indice: i soli provvedimenti che avrebbero potuto portare qualche beneficio, erano quelli diretti a limitare le importazioni ed il consumo all'interno: assolutamente inadeguati e resi poi nulli da molti fattori contrarî: divieti di esportazione, aumento della circolazione, ecc. ecc. Quanto ai prestiti all'estero, si possono paragonare al ghiaccio sulla testa di un ammalato: sono espedienti di carattere *eccezionale* e *temporaneo* e vanno usati con molta discrezione.

I lettori che hanno avuto la pazienza di seguirci fin qui, non dureranno fatica a convenire in queste conclusioni e per essi nè il rialzo del cambio durante la guerra, nè la vertiginosa ascesa di questo ultimo periodo, rivestiranno carattere di fatti strani ed inesplicabili.

L'aumento del prezzo dei cambi trova la sua maggior origine nell'aumento della circolazione cartacea, che ha alterato le parità reali della lira con le valute estere: i prestiti all'estero hanno impedito che — per un certo tempo — alle cause di carattere monetario altre se ne aggiungessero, derivanti dallo squilibrio degli scambi internazionali.

Ma a guerra finita, specialmente dopo la prima metà del 1919, mentre i prestiti alleati cessano ed il ritmo della vita economica rallenta per effetto della crisi, la circolazione cartacea cresce a dismisura. Sicchè si hanno nuove sensibili alterazioni della parità reale; fluttuazioni enormi verso l'aumento per la insufficienza dei mezzi di pagamento verso l'estero ed una sensibilità morbosa all'azione di tutti i fattori di carattere morale. Siamo nelle condizioni descritte per la 3ª fase del 5° caso da noi esaminato e nessun balzo all'in su ci deve stupire. Tanto più che il governo, per ragioni d'ordine politico che non è qui il caso di considerare, mantiene una politica annonaria che porta lo Stato ad un insanabile dissesto e vincoli e limitazioni di ogni genere, che impediscono al paese di reagire con la energia necessaria (1).

Consideriamo ora separatamente le tre categorie di fattori — monetarî, commerciali e morali — che concorrono a determinare, in questo periodo, il prezzo dei cambi.

Sul fattore monetario è da osservare, anzitutto, che la circolazione nostra è, senza dubbio, eccessiva in misura notevole. E per effetto di tale eccesso, il potere di acquisto della lira, di fronte alle comuni merci ,è di molto diminuito in confronto al periodo di ante guerra. Il Mortara (2) calcola questo potere di acquisto ridotto a 16-18 centesimi. Le parità monetarie reali della lira con le altre valute si sarebbero stabilite sulla base di que-

(1) I provvedimenti per l'abolizione del prezzo politico del pane, migliorarono infatti il bilancio dello Stato.

(2) MORTARA: *Prospettive Economiche 1921.*

sto deprezzamento, se le valute estere non fossero — per la maggior parte — a loro volta deprezzate in confronto alle merci e se lo stesso oro non avesse perduto, durante il periodo della guerra, una parte notevole del suo potere d'acquisto in confronto ai beni comuni ed ai servigi. In ogni modo non si può pensare ad un ritorno dei corsi di ante guerra ed una certa stabilità dei cambi è possibile di ottenere soltanto intorno alle nuove parità reali.

Ma anche una tale condizione di cose non è facilmente realizzabile.

È necessario, anzitutto, che il bilancio dello Stato sia assestato in modo da far sparire il disavanzo e togliere il pericolo di nuove emissioni, in qualunque forma queste vengano fatte. È necessario poi che tutto il meccanismo della circolazione, anche di quella fatta per conto del commercio, venga rimesso in condizione di funzionare normalmente, senza che gli Istituti di emissione siano costretti a nuove emissioni dalla necessità di facilitare l'assorbimento di questo o di quel titolo di Stato o di impedire che gli stessi titoli affluiscano in misura eccessiva sul mercato o di salvare istituti bancari pericolanti.

Noi abbiamo veduto, discorrendo dei paesi con moneta sana, che la quantità di valuta in circolazione si regola automaticamente secondo il variare del volume del traffico e della velocità del circolante: ogni eccesso provoca un deprezzamento della moneta ed un rialzo nel corso dei cambi che è causa di una esportazione di moneta metallica. Tale esportazione elimina l'eccesso, mentre in caso

di difetto, il gioco delle forze economiche provoca il fenomeno inverso. Ma nei paesi a corso forzoso, o comunque a circolazione non normale, tali correttivi automatici non possono, evidentemente, funzionare. Si ripiega con artifici ingegnosi, come si è visto nel sistema del cambio aureo o con altri, che si risolvono nel rendere, al di là di un dato limite, sempre più costosa, per gli Istituti di emissione, la circolazione cartacea. È necessario che, nel nostro paese, questi freni vengano riordinati in modo da renderne pronta ed efficace l'azione.

Per quanto riguarda i fattori commerciali, noi abbiamo veduto che, per il periodo della guerra, i prestiti concessi dall'America e dall'Inghilterra colmarono gran parte dello sbilancio commerciale. E se si tien conto della imperfezione delle statistiche — i calcoli vengono fatti su prezzi medî, non sui prezzi reali — e della loro incapacità di rilevare tutti gli elementi di debito e di credito, possiamo ben ritenere che si sia raggiunto il saldo.

Per il dopo guerra si naviga nella più completa incertezza. Il sopravanzo delle importazioni sulle esportazioni aumenta ad un numero imponente di miliardi. Ai quali è da aggiungere l'ammontare dei capitali italiani emigrati all'estero dall'armistizio in poi e che il Mortara nell'opera citata ritiene sommi a qualche miliardo.

È vero che sono stati riattivati parecchi dei fattori di compenso del periodo pre-bellico, che l'industria del forestiero ha ripreso, che le rimesse degli emigranti sono aumentate — due miliardi e mezzo nel 1920 di eccedenza a nostro favore, sempre secondo il Mortara — che vennero esportati

molti biglietti di banca: forse due miliardi nel biennio 1919-1920. Ma tutti questi elementi non sembrano sufficienti a colmare lo sbilancio commerciale, che il Mortara valuta sia rimasto per forse quattro o cinque miliardi, coperto provvisoriamente con crediti a breve scadenza.

Comunque si sia sistemata o si vada sistemando una simile condizione di cose, essa è tale da mantenere il mercato dei cambi in continua tensione e da provocare notevoli fluttuazioni nel senso dell'aumento.

Noi abbiamo veduto che, in questi casi, il limite delle fluttuazioni non può essere dato dal punto di esportazione dell'oro, perchè questo metallo non esiste sul mercato o non è esportabile, ma è dato dal costo di produzione della divisa estera creata con la esportazione di merci, di servizî, ecc. Ciò fa intervenire, nel gioco dei cambi. un altro elemento, al quale di consueto non si presta sufficiente attenzione: quello degli ostacoli posti alla esportazione. Ove non intervengano compensazioni con prestiti a lunga scadenza, il saldo della bilancia commerciale deve intervenire entro i termini — relativamente brevi — fissati dalle consuetudini commerciali. Quindi tensione sul mercato dei cambi, poi aumento dei corsi ed infine aumento delle esportazioni nella misura necessaria per pareggiare le partite. I divieti di esportazione, limitando il numero delle merci esportabili, rendono più difficile raggiungere il minimo necessario, il quale, in questi casi, non si può spesso toccare prima che un forte aumento del corso dei cambi

abbia reso possibile di forzare, con congrui ribassi di prezzo, il mercato estero ad assorbire tutta la quantità di merce che è necessario esportare. Altrettanto avviene quando la esportazione è ostacolata da dazî doganali; la imposizione di nuovi dazî ha sempre una ripercussione sfavorevole sul prezzo della valuta del paese esportatore che è costretto a subirli.

Ora, se non è in facoltà nostra abbassare le barriere doganali poste da altri paesi, dipende però da noi — e da noi soltanto — di finirla coi divieti e coi vincoli alle esportazioni ed altre sopravvivenze di guerra. Il cambio migliorerà forse più di quanto si può credere.

Quanto ai fattori morali, non si può dimenticare che abbiamo attraversato un periodo tristissimo di agitazioni politiche, di scioperi, di turbamenti di ogni genere. Questa sfiducia porta poi a quella serie di manifestazioni che abbiamo già descritta per la 3ª fase del 5° caso e che non è qui necessario ripetere. La importanza delle fluttuazioni provocate dai fattori morali e commerciali nei prezzi del cambio, in questi casi, può essere notevolissima. Non si deve però dare ai fattori morali un peso eccessivo.

Possiamo anche farcene una idea concreta, per quanto con larga approssimazione. Prenderemo in esame il corso della sterlina, nell'ultimo semestre del 1920. Il computo si può fare perchè abbiamo due serie di indici dei prezzi, relativamente omogenee e comparabili: quella di *The Economist* per

l'Inghilterra e quella del prof. Riccardo Bachi per l'Italia, che ci permettono di misurare il deprezzamento delle due monete di fronte alle merci più comuni.

Le due serie hanno, come punto di partenza, il periodo 1901-1905, ma ciò non può avere influenza sul risultato dell'analisi che vogliamo istituire, perchè da quel periodo al 1914 lo svolgimento delle due serie è stato parallelo. Nel giugno del 1914 il cambio con l'Inghilterra era alla pari, mentre le due serie erano arrivate a 115,9 l'inglese ed a 117 l'italiana (1).

Dal luglio al dicembre del 1920 le due serie presentarono il seguente svolgimento (2):

INDICE DEI PREZZI ALL'INGROSSO.

	Inghilterra	Italia
Luglio 1920	358,0	772,4
Agosto	352,0	795,9
Settembre	347,5	832,2
Ottobre	326,1	834,3
Novembre	299,7	829,1
Dicembre	269,3	800,6

Questi indici si possono assumere come misura delle variazioni intervenute nella potenza di ac-

(1) R. Bachi: *L'Italia Economica nel 1919.*
(2) *L'Economista*, 6 febbraio 1921.

quisto delle due monete. Consideriamo, per il momento, la sola serie italiana e facciamo l'ipotesi che la potenza d'acquisto della sterlina sia rimasta invariata, cioè uguale a quella del periodo pre-bellico. In tale ipotesi, la parità reale si avrebbe moltiplicando la parità legale (25,22) per il coefficiente di deprezzamento, risultante dal numero indice dei prezzi diviso per cento.

EQUIVALENTE, IN LIRE, DI UNA STERLINA
supposto invariato il suo potere d'acquisto.

	Coefficiente di deprezzamento della lira italiana	Equiva ente della sterlina
Luglio 1920	7,724	194,80
Agosto	7,959	200,73
Settembre	8,322	209,88
Ottobre	8,342	210,38
Novembre	8,291	209,10
Dicembre	8,006	201,91

Ma poichè la sterlina non è rimasta alla pari, ma ha subito un notevole deprezzamento, il cui coefficiente si può dedurre dai numeri indici della serie inglese, così le *parità monetarie reali* della lira e della sterlina, nei mesi accennati, si avranno correggendo le equivalenze alla pari in base ai coefficienti di deprezzamento, cioè dividendo quelli per questi.

PARITÀ MONETARIE REALI
tra la sterlina e la lira.

	Equivalenza	Coefficiente di deprezzamento	Parità reale
Luglio 1920	194,80	3,580	54,4
Agosto	200,73	3,520	57,4
Settembre	209,88	3,475	60,4
Ottobre	210,38	3,261	64,5
Novembre	209,10	2,997	63, -
Dicembre	201,91	2,693	75, -

Per cui il corso del cambio con l'Inghilterra, nel semestre esaminato, si può scomporre nel modo seguente :

	Cambio	Parità reale	Aggio
Luglio 1920	67,27	54,40	12,87
Agosto	74,77	57,—	17,77
Settembre	80,86	60,40	20,46
Ottobre	89,45	64,50	24,95
Novembre	95,01	63,—	32,01
Dicembre	99,96	75,—	24,96

Questa analisi mette in grande evidenza la importanza che, per il corso della lira, hanno le variazioni della potenza di acquisto delle valute dei paesi. coi quali abbiamo rapporti economici. E, conseguentemente, mette in luce la importanza

che, in questa materia, assume il fattore internazionale.

Quando avremo assestato il bilancio dello Stato, spezzato il torchio della carta moneta, ricondotte a forme civili le competizioni delle classi e dei partiti, superata la crisi economica, avremo fatto un grande progresso, ma non sarà ancor tutto.

Il ritorno alla vita normale è — anche per noi — dipendente, oltre che dal riassetto nostro, da quello del rimanente di Europa.

Bisogna che la Francia si tranquillizzi, che la Germania e la Russia risorgano, che tutti riprendano il loro posto nel concerto dei paesi civili. Solo allora le correnti dei traffici mondiali troveranno la loro definitiva sistemazione ed il mondo economico riacquisterà quell'atmosfera di tranquillità e di fiducia che tanto contribuì alla prosperità passata.

CAPITOLO III.

Le esportazioni dei paesi a valuta deprezzata

Lo stato monetario in cui si trovano molti paesi, in conseguenza della guerra, dà una grande importanza a quella condizione particolare di cose di cui abbiamo discorso trattando della 2ª fase del 5° caso, nel capitolo sulle alterazioni delle parità monetarie. Si è considerata l'ipotesi di un paese con moneta di carta inconvertibile e corso forzoso e divieto di esportazione dell'oro; ipotesi che risponde alla realtà attuale per tutti i paesi del gruppo ex imperi centrali, per la Russia, la Rumenia, l'Italia, la Francia ed altri.

I molti problemi creati da questo stato di cose e le discussioni che si svolgono intorno ad essi, rendono opportuno riprendere il ragionamento già fatto e svolgerlo con esauriente ampiezza.

Sia B la moneta d'oro dell'estero e sia A la moneta cartacea nazionale e la potenza di acquisto delle due monete, ciascuna nel proprio paese, sia

rispettivamente di 30 e di 1. L'equazione della parità monetaria reale sarà:

$$B = 30\,A.$$

Il prezzo della cambiale di 100 B, nel paese di A, dovrebbe fluttuare intorno a 3000 A.

Ma facciamo l'ipotesi che gl'impegni in scadenza nel paese di A verso il paese di B siano molto superiori agli impegni in scadenza del paese di B verso il paese di A e che — per conseguenza — le cambiali B offerte nel paese di A siano assai poche in confronto alla richiesta. Il prezzo di esse salirà fortemente: supponiamo arrivi a 4000 A.

Ritorniamo al caso del nostro mercante e supponiamo che egli, appartenendo al paese di A, debba pagare all'estero un debito di 100 B. Di fronte all'alto prezzo delle cambiali egli può essere indotto a considerare se non ci sia una via più economica per pagare il suo debito e, per esempio, se non sia per lui conveniente comperare nel paese di A della merce e spedirla in quello di B per pagare, col ricavo, il suo debito.

Se il nostro debitore compera per 4000 A di merce e la fa spedire e vendere in B, dato che l'equazione della parità reale è $B = 30A$ egli ricaverà un numero di B uguale a $\frac{4000}{30}$ cioè 133 B.

Pagato il suo debito, egli avrà ancora un credito di 33 B da vendere nel paese di A ed al cambio accennato potrà ottenerne 1320 A. Il conto dell'operazione, supponendo gli oneri di spedizione della merce pari al 5%, si potrà istituire così:

Spese		*Ricavo*	
merce	4 000 A	pagamento debito di 100 B .	4 000 A
5 % spedizione e vendita . .	200 A	vendita di 33 B	1 320 A
totale	4 200 A	totale	5 320 A
		» spese	4 200 A
		profitto	1 120 A

Scegliendo la via dell'esportazione di merce invece di quella dell'acquisto di una cambiale, il nostro debitore ha dunque realizzato una economia del 28%.

Un così largo margine di vantaggio — ove l'ipotesi nostra corrispondesse alla realtà — avrebbe conseguenze considerevoli che importa esaminare.

Nel paese di A avverrebbe che:

1° tutti gli esportatori darebbero il massimo sviluppo ai loro traffici con l'estero, per avere cambiali da vendere e molti commercianti si dedicherebbero alla esportazione, al solo scopo di *produrre* cambiali estere da vendere nel paese di A;

2° i prezzi nel paese di A aumenterebbero per effetto della maggior ricerca dovuta alla esportazione;

3° i prezzi nel paese di B diminuirebbero per effetto della maggior importazione.

Un aumento delle esportazioni non può verificarsi che alla condizione che gli esportatori del paese di A vincano la concorrenza dei produttori esteri, o provochino un aumento del consumo delle merci esportate: condizione l'una e l'altra che pos-

sono ottenersi soltanto con una diminuzione nel prezzo delle merci stesse. Tale diminuzione è possibile in vista del profitto anormale creato agli esportatori dall'alto corso del cambio e questo elemento entrerà in gioco prima di tutti gli altri e con peso preponderante, perchè l'eventuale serie di azioni e reazioni che abbiamo supposto accadere nel paese di A, è subordinata alla possibilità che detto paese aumenti la massa delle merci che invia all'estero.

Il mercante del paese di A spedisce nel paese di B la sua merce, ma l'afflusso di essa su quel mercato provoca un ribasso nei prezzi, per cui egli, se vuol venderla, invece di 133 B deve accontentarsi, per esempio, di 105 B. Il suo ricavo, invece di equivalere a 5320 A, sarà ridotto a 4200 A, cioè l'invio della merce gli costerà tanto quanto l'acquisto della cambiale. È evidente che, in tal caso, egli preferirà comperare la cambiale; ma l'invio della merce, cioè l'aumento della esportazione, sarà conveniente fino a tanto che il prezzo realizzabile nel paese di B si manterrà al disopra di 105 B.

Consideriamo ora questa operazione, non più dal punto di vista particolare del nostro mercante, ma dal punto di vista dei due paesi nei quali i suoi traffici si sono svolti.

La parità monetaria reale è — come abbiamo supposto — di B=30 A. Ma poichè il nostro mercante, per vendere nel paese di B le sue 4000 A di merce, ha dovuto accontentarsi di 106 B — cosa che si è visto essere per lui ancora conveniente — i due paesi non hanno scambiato la loro merce

contro potenze di acquisto equivalenti, ma il paese di A ha dovuto rinunciare a quel quantitativo di merce che nel paese di B corrisponde a 27 B, perchè 133—106 dà appunto 27. La merce del paese di A è dunque stata venduta nel paese di B al disotto del suo valore nella misura di circa il 20%.

Questo fenomeno ha dato luogo a molte discussioni, diverse essendo le opinioni in proposito, anche tra illustri studiosi di scienze economiche. Taluno è arrivato a negare il fenomeno od almeno ad attribuirgli il carattere di una manifestazione fuggevole e di importanza limitata; altri invece ne hanno tratto conseguenze che valsero a giustificare i provvedimenti di carattere doganale adottati da qualche Stato contro le importazioni da paesi a valuta deprezzata.

Il prof. Augusto Graziani osserva che, in questi paesi, è abbastanza diffuso il concetto che se la esportazione giova agli esportatori, danneggia la nazione esportatrice nel suo complesso, ciò che egli invece non ammette. E scrive:

« Il Dalberg in uno scritto recente (Valuta Dumping, Berlino 1921) nel quale correttamente delinea taluni aspetti del fenomeno, sostiene questo concetto. Egli parte dal giusto principio che si debba considerare l'esportazione collegata all'importazione, ma aggiunge che il prodotto controvalore deve essere il risultato della medesima quantità di lavoro del prodotto con cui viene scambiato. Una ricchezza che è prodotta con 100 ore di lavoro deve scambiarsi con ricchezza estera ugualmente prodotta da 100 ore di lavoro. Supponiamo, prosegue, che il livello dei prezzi in Inghilterra e cor-

rispondentemente i salari dal principio della guerra si siano triplicati, mentre prezzi e salari in Germania in media abbiano raggiunto un livello dodici volte più alto; che il salario per ora nell'anteguerra fosse rispettivamente di uno scellino e di un marco in Inghilterra ed in Germania, ed oggi di 3 scellini in Inghilterra, di 12 marchi in Germania. Il prodotto di 100 ore di lavoro costerebbe in Inghilterra 300 scellini, in Germania 1200 marchi. Solo se 1200 marchi equivalessero a 300 scellini, cioè se il corso della sterlina fosse ad 80 marchi potrebbe verificarsi uno scambio internazionale che non arrecherebbe alcun danno all'economia germanica. Siccome attualmente la lira sterlina vale più del triplo, cioè 240 marchi, l'esportatore tedesco dovrebbe vendere all'Inghilterra ad un prezzo triplo del prezzo interno perchè vi fosse equivalenza reale fra i prodotti scambiati. L'esportatore dovrebbe richiedere 3600 marchi per il prodotto di 100 ore di lavoro, mentre per il suo interesse economico privato sarebbero sufficienti 1200 marchi, cioè gravare il prezzo estero di un diritto supplementare del 200 per cento rispetto al prezzo interno.

« Se invece il prodotto tedesco è venduto in Inghilterra ad un prezzo che supera soltanto del 50% il prezzo interno, cioè a 1800 marchi, si dà sostanzialmente un doppio prodotto tedesco per controvalore al prodotto inglese: in altri termini in Germania in luogo di 100 ore di lavoro si applicano 200 ore di lavoro per ottenere un prodotto inglese di 100 ore di lavoro: le merci di importazione sono dalla Germania pagate ai prezzi che hanno nel

mercato mondiale e nessun mezzo ha la Germania per diminuirli, ma sta in suo potere di elevare al prezzo del mercato mondiale le merci di esportazione evitando questa iattura che le deriva dalla diminuzione di apprezzamento della valuta.

« Queste osservazioni del Dalberg mi sembrano viziate da un errore fondamentale. Non è punto esatto che negli scambi internazionali si diano prodotti che abbiano il medesimo costo; la tendenza dei valori normali a conformarsi al rapporto dei costi è mantenuta soltanto dalla concorrenza fra produttori, la quale difetta appunto nel commercio estero. E questo è vantaggioso anche se il prodotto importato costa di più agli stranieri di quel che ai nazionali, purchè questi abbiano superiorità maggiore nella produzione di altra ricchezza, come se il prodotto importato costi meno agli stranieri, purchè costi ai nazionali, per questa via di scambio, meno che mediante produzione diretta.

« La Germania può dare con vantaggio generale un prodotto risultante da 100 ore di lavoro all'Inghilterra in cambio di un prodotto che all'Inghilterra sia costato anche soltanto 50 ore di lavoro e l'economia germanica nel suo complesso non soffre alcuna perdita, anzi ha positivo vantaggio se questo prodotto che l'Inghilterra consegue con 50 ore di lavoro, la Germania invece non potrebbe direttamente fabbricare che con un numero maggiore di 100 ore di lavoro, p. es. di 120 ore di lavoro: lo scambio le farebbe risparmiare, a parità di risultato, 20 ore di lavoro. Il deprezzamento della valuta non cangia affatto questi rapporti di costo.

« Il Dalberg nell'esempio considerato sostituisce ai costi i salari, ma a prescindere pure dal notare che le retribuzioni sono antitetiche ai costi reali, si deve rilevare che le mercedi decuplicate in Germania si pagano non solo per la produzione della merce esportata, sibbene ugualmente si pagherebbero per la produzione della merce che si importa e quindi questo elemento, influendo ugualmente su l'una e sull'altra produzione, non altererebbe le condizioni di convenienza dello scambio internazionale.

« Dunque nessun impoverimento sociale deriverebbe dagli scambi maggiori promossi transitoriamente dal deprezzamento della valuta. » (1)

Le considerazioni del prof. Graziani sono inattaccabili, ma perchè il Dalberg ha posto male il problema. Il quale, correttamente, avrebbe dovuto invece presentarsi così: Una quantità di merce tedesca del prezzo — in Germania — di 20 marchi si scambiava, nell'anteguerra, con una quantità di merce inglese del prezzo — in Inghilterra — di 1 sterlina. Se i prezzi si sono moltiplicati per tre in Inghilterra e per 12 in Germania, la ragione di scambio dovrebbe essere di merce per 240 marchi contro merce per 3 sterline, cioè di merce per 80 marchi, contro merce per una sterlina. Ma la sterlina, al corso del cambio, vale 240 marchi, cioè, mentre la sua potenza di acquisto di fronte alle merci inglesi si è ridotta ad un terzo, è aumentata al triplo di fronte al marco ed alle merci tedesche.

(1) GRAZIANI: *Le esportazioni dei paesi a valuta deprezzata*, in « Rivista Bancaria », agosto 1921.

E così avviene che la Germania dia merci per 240 marchi contro merci per una sterlina e che si abbia, come sintetizza felicemente il prof. Borgatta, « ... una *maggior* esportazione di prodotti « dal paese a valuta deprezzata, pagata con una « *minore* quantità di prodotti dal paese a moneta « migliore ». (1)

L'esportatore tedesco, perchè lo scambio avvenisse in ragione equivalente a quella dell'anteguerra, dovrebbe vendere le sue merci sul mercato inglese — come ben dice il Dalberg — ad un prezzo triplo di quello praticato sul mercato interno. È questo possibile? No, almeno fin che durano le condizioni che il Dalberg stesso ha assunte come base del problema, cioè fino a tanto che la potenza di acquisto della sterlina sul mercato tedesco è maggiore che non sul mercato inglese.

Lo scrittore tedesco, come abbiamo veduto, pensa che sia in facoltà della Germania di elevare al prezzo del mercato mondiale le merci di esportazione, ma nel far ciò egli dimentica che il suo paese si trova nella necessità di esportare quantità enormi di merci, per far fronte ai suoi impegni internazionali e che solo aumentando fortemente la sua esportazione, gli sarà possibile sistemare la bilancia dei pagamenti e far sparire la sopravalutazione delle monete estere, in confronto al valore reale del marco. Ma, come abbiamo già detto, non si può costringere il compratore straniero a preferire la merce tedesca se non offrendola a prezzi più bassi. Ecco perchè la Germania

(1) G. Borgatta e G. Bianchini: *Il commercio estero dei paesi a moneta più deprezzata ed i dazi contro il « valuta-dumping »*, in « Rivista Bancaria », dicembre 1921.

vende al disotto del triplo, cioè al disotto del costo.

Possiamo considerare qualche cifra concreta e fare un confronto che — sia pure con grossolana approssimazione — si avvicini alla realtà. Seguiremo lo stesso procedimento adottato nel capitolo precedente per calcolare lo scarto del prezzo della sterlina in lire italiane, dalla parità reale delle due monete. Ci serviremo per l'Italia degli indici del prof. Bachi — ridotti al 1914 — e per la Germania di quelli della *Frankfurter Zeitung*, per quanto le due serie, non essendo omogenee, non siano a stretto rigore comparabili. Supporremo pure i due indici dei prezzi, nel 1914 come uguali a 100, trascurando per semplicità di calcolo la eventuale differenza che, data l'ampiezza delle mutazioni avvenute nei prezzi dei due paesi, non può avere influenza sensibile. Per la stessa ragione considereremo alla pari il cambio del 1914.

Secondo i numeri indici della *Frankfurter Zeitung* i prezzi sono passati da 100 nel 1914, a 2687 nell'ottobre del 1921; se la lira italiana non fosse deprezzata, poichè nel 1914 essa valeva marchi 0.809, nell'ottobre 1921 avrebbe dovuto valere (0,809 × 26,87) cioè marchi 22,74.

Ma i prezzi, in Italia, da 100 nel 1914 erano arrivati a 645 nell'ottobre del 1921 il che significa che la potenza di acquisto della lira, di fronte alle varie merci, si era ridotta a meno di un sesto. Tenuto conto di ciò, il valore della lira in marchi, cioè la parità monetaria reale tra le due monete, dovrebbe essere

$$\text{L. } 1 = \text{marchi } \frac{6,45}{22,74}$$

$$\text{L. } 1 = \text{marchi } 3,52$$

Senonchè 100 marchi, che nel 1914 si scambiavano con L. 123,50, nell'ottobre 1921 si potevano avere per 18 lire circa, e cioè il valore di una lira italiana, al corso medio del cambio, nel mese di ottobre del 1921, era di marchi 5,56.

La parità monetaria reale essendo, come s'è visto, di

$$1 = 3{,}52$$

ne viene che la lira si pagava marchi 2,04 in più del suo valore reale, cioè il 58%.

E l'esportatore tedesco godeva di un premio equivalente ed avrebbe potuto ridurre in proporzione i prezzi delle merci vendute in Italia, se ciò fosse stato necessario. Nella pratica, l'esportazione tedesca essendo rigorosamente disciplinata, in modo da escludere ogni seria concorrenza tra connazionali, i tedeschi si sono sempre limitati a ridurre i prezzi appena di quel tanto che occorreva per assicurare il collocamento della loro merce, senza sacrificare un centesimo più del necessario.

Contro i dubbi e le incertezze di coloro che esitano ad ammettere la possibilità di questa vendita sotto costo o la negano senz'altro o la riducono ad un fatto rapidamente transitorio e di limitata importanza, sta il fatto — incontestabile — che in questo disgraziato dopoguerra il prezzo del cambio per la valuta di molti paesi si è mantenuto durante *lunghi periodi di tempo* e si mantiene *molto* al disopra del limite segnato dalla parità monetaria reale. Noi abbiamo veduto, nel capitolo precedente, l'ampiezza delle fluttuazioni del prezzo

della sterlina in lire italiane; si è visto anche quale considerevole scarto presenti il prezzo del marco.

Questo fatto dimostra che l'azione delle forze che devono ricondurre l'equilibrio tra prezzi interni e prezzi esterni, tra i prezzi delle merci e quelli della valuta estera — azione sulla quale specialmente appoggiano, i dubitatori ed i negatori, la forza delle loro obiezioni — ha effetti limitati e si trova frenata o neutralizzata dall'azione di forze diverse che, per il momento almeno, sono assai più potenti.

Tra i fatti che dànno origine a queste forze avversanti un pronto ritorno all'equilibrio, si può ricordare, per la Germania ad esempio, le indennità di varia natura che deve corrispondere in omaggio ai trattati. Si può anche dubitare che il ritorno all'equilibrio sia possibile in un breve spazio di tempo. Un paese che per far fronte ai suoi impegni deve moltiplicare *fortemente* le sue esportazioni e ridurre *fortemente* le sue importazioni, non può giungere a ciò senza una trasformazione profonda di tutto il suo organismo economico, sia dal punto di vista del consumo, che da quello della produzione. Sino a tanto che questa trasformazione non sarà avvenuta — e può essere impresa di molti anni — l'equilibrio tra i pagamenti e le riscossioni si consegue in forme provvisorie, con le esportazioni sotto costo, per mezzo del meccanismo dell'alto prezzo del cambio.

Discutiamo brevemente anche le altre eccezioni sollevate contro la possibilità delle esportazioni sotto costo.

Si è osservato che l'esportatore del paese a va-

luta deprezzata non ha alcun interesse ad accrescere le esportazioni ed a ribassare i prezzi. Ma ciò che egli non farebbe spontaneamente, è costretto a fare per l'azione dei suoi concorrenti.

Se, ritornando al caso del Dalberg, l'esportatore tedesco potesse vendere all'estero a prezzi tripli di quelli interni, egli realizzerebbe utili enormi. I quali stimolerebbero altri a tentare la esportazione, mettendosi in concorrenza con lui e coi produttori di altri paesi sui mercati esteri e provocando una diminuzione dei prezzi di vendita. Non bisogna mai dimenticare che è necessità assoluta, per il paese a valuta deprezzata, di aumentare le sue esportazioni; ma non si aumentano le esportazioni se non si vince la concorrenza mondiale e non si vince la concorrenza mondiale se non si ribassano i prezzi.

Si è detto anche: la maggior domanda per la esportazione farà rialzare i prezzi interni, tanto da ridurre al livello normale il profitto degli esportatori. D'accordo; ma ciò non impedirà il ribasso dei prezzi di vendita all'estero. I prezzi, all'interno, infatti, non possono rialzare se non c'è maggior domanda, nè si ha maggior domanda se non aumenta l'esportazione, nè l'esportazione aumenta se non si ribassano i prezzi di vendita all'estero. Nel ridurre il profitto dell'esportatore a misura normale, agirà dunque tanto il rialzo dei prezzi interni che il ribasso di quelli esterni.

Ma poichè la finalità ultima a cui tende tutto lo sforzo del paese a valuta deprezzata, è di aumentare le esportazioni di quel tanto che occorre per pareggiare la bilancia dei pagamenti interna-

zionali, ove i prezzi all'interno aumentassero così da limitare l'esportazione, si avrebbe nei prezzi del cambio un rialzo tale da compensare l'aumento dei prezzi interni e da rendere nuovamente possibile la vendita sotto costo nella misura necessaria.

A complemento di quanto si è detto occorre considerare un quesito non privo di interesse che deve essersi, senza dubbio, presentato alla mente dei nostri lettori: poichè la ricchezza nazionale non è che la somma delle ricchezze dei singoli, chi sopporta la perdita della vendita sotto costo? Chi rinuncia a quella *maggior* quantità di merce che deve inviarsi all'estero contro la *minor* quantità che l'estero concede?

Si è osservato che lo sviluppo della esportazione e la sottrazione di merce al mercato nazionale, che ne è conseguenza, ha per effetto un aumento generale di prezzi, aumento al quale corrisponde una diminuzione della potenza di acquisto della moneta A. I possessori di questa, in conseguenza del rialzo dei prezzi, si trovano ad acquistare, con la stessa quantità di moneta, una quantità di merce inferiore, cioè ad aver sacrificato una parte della loro ricchezza.

Le perdite della vendita sotto costo sono dunque sopportate dalla categoria dei possessori di moneta A. e di crediti espressi in moneta A.

Vediamo ora come questo fenomeno della vendita sotto costo, che si presenta così strano e quasi ripugnante, non sia che un fatto comunissimo, a tutti noto e che trova logicamente il suo posto nel complesso delle leggi che dominano le correnti

dei traffici internazionali, nonostante l'aspetto particolare da esso assunto nelle speciali condizioni che abbiamo esaminato.

Consideriamo il caso di un paese con monometallismo aureo il quale, in un dato momento, abbia un eccesso di debiti in scadenza verso l'estero. Sappiamo che cosa avviene: lo sbilancio provoca una fluttuazione nel prezzo del cambio, il quale aumenta sino a rendere conveniente una esportazione di oro. Questa esportazione si fa a spese della circolazione monetaria, che si trova così ridotta di volume.

La riduzione della quantità di moneta circolante — ogni altra circostanza rimanendo invariata — provoca, com'è noto, una *diminuzione generale dei prezzi*, che fa aumentare le esportazioni e diminuire le importazioni, sino a ricostruire il desiderato equilibrio, nella bilancia dei pagamenti.

Anche in questo caso un aumento della esportazione all'estero si può ottenere solo vincendo la concorrenza con una riduzione di prezzi e questa riduzione di prezzi da parte dell'esportatore diventa possibile, in seguito al ribasso generale verificatosi sul mercato interno.

Questo ribasso dunque non è altro che l'aspetto comune — diremo: classico — del deprezzamento tanto discusso. Come nel caso dei paesi a valuta deprezzata, anche in quello dei paesi a valuta sana, il paese debitore non può saldare il suo debito che invogliando i paesi creditori ad accettare la sua merce con una riduzione di prezzo, cioè adattandosi ad una perdita.

Del resto, anche tra paesi a sistema monetario

sano, il fenomeno assume talvolta l'aspetto che ci ha colpiti nel caso dei paesi a valuta deprezzata.

Si consideri il caso di un paese a monometallismo argenteo in rapporto con paesi a monometallismo aureo. Appena il corso del cambio si alza oltre il punto in cui diventa conveniente la spedizione di oro, tutto l'oro disponibile in paese viene mandato all'estero. Se ciò non vale a pareggiare le partite, segue una esportazione di merce, la quale non può aver luogo che eliminando i concorrenti che si trovano sui mercati esteri, con congrua riduzione di prezzo. Si hanno dunque, anche in questo caso, le esportazioni sotto costo che abbiamo visto nel caso dei paesi a valuta deprezzata. (1)

In generale si può osservare che, quando lo squilibrio nella bilancia dei pagamenti ed il rialzo del cambio non hanno per effetto immediato una riduzione del medio circolante, le esportazioni si aprono la strada per mezzo delle vendite sotto costo, che l'alto corso del cambio rende possibili e rimunerative per gli esportatori.

La necessità in cui si trova il paese a moneta deprezzata di aumentare fortemente le sue esportazioni ed il mezzo — delle vendite sotto costo — a cui deve far ricorso per ottenere tale risultato,

(1) L'ulteriore svolgimento del processo, se si manifesta, è però diverso da quello che si ha nel caso dei paesi a valuta deprezzata. Infatti il rialzo dei prezzi provocato dalla maggior esportazione, significando deprezzamento dell'argento, fa sì che una parte di questo esca dalla circolazione — e con tutta probabilità anche dal paese — rivalutando così la moneta argentea di fronte alle merci.

sono causa di turbamenti profondi e di danni, non solo nella sua economia, ma anche in quella dei paesi coi quali è in rapporto.

In condizioni normali le correnti internazionali di traffico sono dominate dalla legge dei costi comparati, per la quale ogni paese cerca di ottenere dall'estero quello che potrebbe produrre in casa soltanto a costi alti, se appena gli è possibile di farlo pagando con merci prodotte a costo minore.

Ma quando il paese a valuta deprezzata si trova nella necessità di moltiplicare le sue esportazioni, la legge dei costi comparati perde gran parte della sua efficacia. È indubbio che verranno esportate, a preferenza, le merci che si possono mandare all'estero con maggior vantaggio, ma esaurite queste si passerà alle altre, giungendo gradatamente anche a quelle più onerose e — in via ordinaria — meno esportabili. Noi abbiamo veduto la Germania, in questi tempi, vendere a capitalisti esteri una parte delle sue aziende industriali, dei suoi fabbricati, dei suoi terreni. In Austria si è andati anche più in là con la esportazione di gioielli e di arredi personali, di oggetti d'arte, ecc., ecc.

È anche certo che l'ordinamento industriale del paese si orienterà nel senso di fare più larga parte alla produzione delle merci più vantaggiose; ma una trasformazione simile richiede tempo e capitali ed una certa possibilità di interpretazione delle tendenze dei mercati e del loro indirizzo futuro, condizione quest'ultima, difficile a realizzare in quel caratteristico stato dell'economia nazionale che dà luogo al fenomeno che ci interessa.

In un con le esportazioni sotto costo, si ha dun-

que una formazione caotica delle masse esportate e questa formazione turba e danneggia i paesi importatori. I quali vedono i loro mercati sovvertiti dalla irruzione di queste merci che si vendono a qualunque prezzo, mentre le loro industrie, anche le meglio organizzate, sono impotenti a lottare, a resistere alla concorrenza e devono cedere il campo.

Si spiega così come si sia parlato di *dumping*, come, al fenomeno di cui trattiamo, si sia dato il nome di *valuta-dumping*, come tutto un movimento di reazione si sia manifestato nei paesi a moneta sana ed a moneta meno deprezzata, reclamante provvedimenti di tutela e di difesa.

Ma il *dumping* è una manifestazione con la quale il fenomeno che ci interessa non ha alcuna analogia (1); quanto alla difesa, è problema più facile a proporsi che a risolversi ed il Borgatta, che ha trattato largamente la materia, si limita, per il momento, a proporre una inchiesta internazionale sul *valuta-dumping* allo scopo di metterne bene in luce le cause, gli aspetti e le conseguenze. (2)

Il carattere di *dumping* attribuito a queste esportazioni sotto costo, in un con le sopravvivenze della mentalità di guerra e con le difficoltà della crisi industriale, hanno commosso l'opinione pubblica in alcuni paesi e fatto prevalere la tesi di

(1) Graziani: articolo citato, dove vengono messe limpidamente in luce le caratteristiche del *dumping* e la impossibilità di considerare come una manifestazione di *dumping* le esportazioni dei paesi a valuta deprezzata.

(2) Borgatta: scritto citato e relazione in esso ricordata.

coloro che chiedevano, a difesa, speciali provvedimenti doganali. Per questa via si sono messe l'Inghilterra, la Svizzera ed altri paesi.

Basta considerare attentamente i fatti che abbiamo messo in evidenza, per rilevare come divieti d'importazione od altri dazi non valgono come difesa per il paese che li adotta, mentre infliggono un inutile danno al paese che si vuol colpire, con conseguenze deleterie per tutti.

Il paese a valuta deprezzata deve esportare a *qualunque costo* una somma di valori tali che valga a pareggiare il suo debito. E nelle sue esportazioni dà, come abbiamo veduto, la preferenza a quelle merci la cui vendita all'estero è meno onerosa. Se contro una od alcune categorie di queste merci il paese compratore eleva un divieto di importazione od un alto dazio doganale, la vendita all'estero di essa, da parte del paese a valuta deprezzata, diventa impossibile o così onerosa da rendere tale merce meno preferibile per l'esportazione. Ma il suo posto *deve* essere preso da altre, che stavano in seconda linea perchè di impiego meno vantaggioso e che ora devono necessariamente essere adoperate per completare la massa esportata.

Così il dazio eccezionale ha, come primo effetto, di arrestare la importazione della merce colpita, poi di far aumentare il corso del cambio nel paese a valuta deprezzata e di rendere così possibile o la ripresa della esportazione della merce colpita, o la esportazione di merci prima lasciate in disparte perchè la loro vendita all'estero avrebbe richiesto un troppo forte deprezzamento.

Il paese che ha creduto di difendersi, applicando il dazio, vede così l'importazione della merce colpita riprendere, oppure aumentare la massa delle altre importazioni e merci nuove essere importate, con un turbamento, per la propria economia industriale, più grave e più generale di quello che col dazio si era voluto evitare.

E se la politica dei dazi si moltiplica, sicchè il paese a valuta deprezzata se ne trovi quasi bloccato, il cambio sale ad altezze fantastiche, sino a che l'esportazione riprende, con più forti deprezzamenti. Non altrimenti, chiudendo il tubo di scarico della vasca di una fontana, non si arresta la fuga dell'acqua, ma si ottiene che questa, colmato il bacino, trabocchi da ogni parte!

Noi auguriamo che l'inchiesta auspicata dal Borgatta si faccia: essa potrà mettere in luce la inanità ed il danno di questi provvedimenti e potrà dimostrare come l'unica via per mettere fine ad uno stato di cose dannoso per tutti, sia l'unione, sia uno sforzo comune per mettere i paesi a valuta deprezzata in grado di ricondurre il più rapidamente possibile la loro economia in condizioni normali.

CAPITOLO IV.

Il problema monetario

Cessate le ostilità, sistemata — o almeno si credeva — in base ai trattati, la nuova Europa, la mente degli studiosi, degli uomini d'affari e degli uomini di Stato si volse allo studio ed alla ricerca dei mezzi più opportuni e convenienti per metter fine alle condizioni di anarchia monetaria in cui si trovavano e si trovano pressochè tutti i paesi.

La necessità di portare un po' di ordine in questo campo, si è poi rivelata tanto più urgente ed imperiosa per il fatto che lo studio degli altri problemi del riassetto economico europeo ha mostrato che le soluzioni possibili per molti di essi si collegano intimamente ad un processo di riordino monetario o lo presuppongono già compiuto.

È specialmente di fronte al desiderio, al bisogno di ricostituire l'antica unità economica mondiale, che questa necessità appare imperiosa ed urgente.

I traffici internazionali sono diventati così rischiosi ed aleatori che meglio si prestano alle avventure della speculazione che non all'esercizio pacifico di una metodica ed ordinata attività com-

merciale. Ma non solo la mancanza di quelle grandi correnti di scambio che caratterizzano l'epoca pre-bellica e che — disciplinate per direzione, ampiezza, periodi di svolgimento — consentivano agli uomini d'affari di formulare previsioni con una certa sicurezza e di assumere impegni con un rischio minimo, lascia tutti nella incertezza ed in una condizione di quasi cecità; anche l'anarchia monetaria con le conseguenti enormi oscillazioni nel corso delle divise estere, moltiplica i pericoli togliendo ogni base alle previsioni più ponderate.

« ... Sono brusche variazioni, le quali, nella loro asperità, sono nocive ai commerci ancora più che la stessa elevatezza dei cambi. Esse turbano le legittime previsioni del commercio d'importazione e di esportazione e concorrono a rendere più caro il prezzo delle cose e il costo della vita. In queste oscillazioni trova modo di far sentire il suo peso la speculazione, la quale, dopo la soppressione delle misure restrittive del commercio dei cambi, ha libero campo di sbizzarrirsi... » (1).

Noi crediamo utile — a titolo di esempio — riportare qui le medie mensili dei corsi dei cambi dell'Italia coi paesi a valuta alta con cui il nostro paese è in maggiori rapporti: Inghilterra, Stati Uniti, Svizzera e Francia.

I corsi sono esposti facendo la pari di tutte le monete come uguale a 100; noi abbiamo notato poi in apposita colonna le differenze in più ed in meno.

(1) De Nava: Esposizione finanziaria, fatta alla Camera dei deputati nel dicembre 1921.

MESE		STATI UNITI		INGHILTERRA		SVIZZERA		FRANCIA	
		Corso medio	Differenza sul mese precedente	Corso medio	Differenza sul mese precedente	Corso medio	Differenza sul mese precedente	Corso medio	Differenza sul mese precedente
LUGLIO	1920	**333,43**	—	**266,84**	—	**305,53**	—	**141,13**	—
AGOSTO	»	396,33	+ 62,90	296,59	+ 29,75	341,98	+ 36,45	147,65	+ 6,52
SETTEMBRE	»	443,41	+ 47,08	320,60	+ 24,01	373,74	+ 31,76	154,97	+ 7,32
OTTOBRE	»	496,28	+ 52,87	354,66	+ 34,06	408,33	+ 34,59	168,32	+ 13,35
NOVEMBRE	»	532,75	+ 36.47	377,16	+ 22,50	427,55	+ 19,22	165,89	— 2,43
DICEMBRE	»	**551,27**	+ 18,52	396,32	+ 19,16	441,03	+ 13,48	169,80	+ 3,91
GENNAIO	1921	545,10	— **6,17**	419,77	+ 23,45	442,10	+ 1,07	181,24	+ 11,44
FEBBRAIO	»	527,54	— 17,56	**421,87**	+ **2,10**	**448,12**	+ 6,02	**196,81**	+ 15,57
MARZO	»	502,46	— 25,08	406,44	— 15,43	446,86	— **1,26**	185,29	— 11,52
APRILE	»	417,94	— **84,52**	340,18	— **66,26**	377,81	— **69,05**	157,81	— **27,48**
MAGGIO	»	361,41	— 56,53	296,90	— 43,28	335,63	— 42,18	157,92	+ **0,11**
GIUGNO	»	382,82	+ 21,41	299,79	+ 2,89	339,64	+ 4,01	161,48	+ 3,56

Gli Stati Uniti ed il Giappone — dove il deprezzamento monetario era però assai limitato — hanno provveduto senz'altro a rivalutare le loro monete, riconducendole all'antica parità aurea. L'Inghilterra ha tentato di fare altrettanto, ma ha dovuto superare difficoltà non lievi e vivaci contrasti.

La politica di questi tre paesi ebbe ripercussioni su tutta l'economia mondiale, concorrendo nella diminuzione di prezzi che si è verificata dalla seconda metà del 1920 in poi.

Però « ... Gli effetti di tale politica non sono stati benefici. L'aspettativa di continue riduzioni di prezzo ha esercitato una influenza restrittiva sulle compere da parte del pubblico, sicchè ne hanno sofferto dei rami importanti della produzione, specialmente quello delle costruzioni, perchè la tendenza ai ribassi colpisce sopratutto le industrie a lento e lontano rendimento. Per di più la rapida diminuzione dei prezzi rese impossibile a molti debitori di pagare i prestiti avuti quando i prezzi erano alti; sicchè non poche piccole banche caddero in tristi condizioni e si rese necessaria la creazione di carta di comodo.

« La politica monetaria degli Stati Uniti esercitò poi una importante influenza su quella di parecchi altri paesi, interessati a non vedere peggiorare il rapporto di cambio della loro moneta col dollaro. Tali paesi furono naturalmente spinti, dall'azione degli Stati Uniti, ad andare più in là nella deflazione di quanto avrebbero ritenuto utile e prudente, ove avessero dovuto riguardare questa materia esclusivamente come un problema monetario in-

terno. Il caso più cospicuo di questo atteggiamento è quello presentato dall'Inghilterra. Però anche il Giappone, i paesi scandinavi, la Francia e l'Italia hanno cercato di rialzare il valore delle rispettive monete e se non vi sono riusciti è perchè nel frattempo il dollaro aumentò di prezzo più rapidamente.

« Gli sforzi di tutti questi paesi per accrescere la potenza d'acquisto delle loro unità monetarie, ha reso impossibile qualsiasi stabilizzazione dei cambi. L'instabilità e la incertezza monetaria sono oggi, dopo tanti sacrifici, allo stesso punto di un anno fa e quindi è logico chiedersi se non sia più opportuno di addivenire ad una intesa generale » (1).

« ... Esiste nelle popolazioni un vago sentimento diffuso che il ritorno alla salute economica dipenda dal ritorno della moneta alle sue condizioni prebelliche. Evidentemente questo sentimento è erroneo. Quando i prezzi abbiano raggiunto, gli uni rispetto agli altri uno stato di equilibrio, il semplice fatto che la loro media sia più alta di prima non esercita influenza alcuna sul futuro sviluppo del paese. E neppure l'alto livello dei prezzi interni costituisce un impedimento allo sviluppo degli scambi internazionali.

« Da alcuni si invoca la deflazione per poter ritornare al tipo aureo. Questo desiderio comprende due scopi diversi. Il primo è che si sente di non

(1) GUSTAVO CASSEL: *I problemi monetari mondiali*, memoria presentata alla Lega delle Nazioni nel settembre 1921 (vedi « Rivista Bancaria », ottobre 1921). Non sempre però le previsione del Cassel hanno avuto riscontro nei fatti.

poter uscire da questo caos monetario se non ristabilendo una misura generale dei valori. Il secondo è che si reputa che questa misura debba essere necessariamente la moneta aurea. E questa doppia opinione è rinforzata da un terzo sentimento, in se stesso onorevole: e cioè che i governi e le banche di emissione promisero di permutare la loro carta in oro, sicchè questa promessa va mantenuta.

« Ma guardiamo che cosa sta in fondo a tutti questi motivi. Il portatore dei biglietti di banca, ordinariamente non chiede di avere dell'oro, ma di poter comperare delle merci ad un rapporto di valore poco variabile. Ora la stabilità del valore è già stata profondamente alterata, per tutte le cause che hanno allontanato il valore del biglietto da quello dell'oro e delle altre merci. Se ora noi intendiamo riportare il valore del biglietto verso quello dell'oro, generiamo in senso inverso tutti gli stessi squilibrî che la guerra ha operato » (1).

Che fare allora?

« ... Vista l'estrema difficoltà del ritorno alla adozione di un tipo aureo, l'attività pratica dei varî paesi deve proporsi come finalità immediata di stabilizzare il valore interno della propria moneta. È opportuno precisare questo punto. In un periodo di prezzi crescenti e di una massa sempre maggiore di crediti e di mezzi di pagamento, noi dobbiamo rivolgere tutti i nostri sforzi verso una restrizione. Quando invece i prezzi scemano, la fiducia viene meno e la domanda di credito si fa minore, dobbiamo usare la politica opposta.

(1) Cassel: opera citata.

« Per valersi di questa tattica senza disorientare il paese, i governi devono decidere quale valore desiderano dare alla propria moneta, ossia intorno a quale livello generale vogliono stabilizzare i prezzi. Questa decisione deve essere resa nota al pubblico, di guisa che esso possa concorrere allo stesso scopo senza smarrirsi » (1).

Questa linea di politica finanziaria, consigliata dal Cassel, ha raccolto consensi autorevoli in ogni paese. Ma non mancano anche autorevoli dissensi (2).

Essa presuppone che sia riconosciuta:

1°) la necessità di porre fine, quanto più presto è possibile, alla instabilità monetaria;

2°) che a tale fine si può giungere per la via indicata dal Cassel;

3°) la impossibilità di ritornare, senza danni enormi, al ripristino dell'antica parità aurea e, di conseguenza, la inopportunità di una politica monetaria che tenda a tale scopo.

Ora, su nessuno di questi tre punti, si ha unanimità di consenso; nemmeno sul primo. Non che taluno sostenga rappresentare l'anarchia attuale il meno peggio, ma perchè, non manca, tra gli oppositori alla politica del Cassel, chi afferma che la stabilizzazione, per paesi che hanno la forza di risollevarsi economicamente, è dannosa.

Tra questi, il più esplicito è il prof. Griziotti, il quale, come il Loria, il Supino ed altri economisti

(1) Cassel: opera citata.

(2) In Inghilterra, tra i più autorevoli, il Keynes ed il Mac Kenna; tra noi il sen. Einaudi, il Cabiati, il Pantaleoni ed altri; per quanto non tutti senza qualche riserva.

nostri, sostiene la necessità di una politica che miri alla lenta e graduale ma continua rivalutazione delle monete deprezzate e, nel caso nostro, della lira (1).

Tra gli economisti nostri che non consentono sul secondo punto, vanno ricordati il Griziotti ed il Supino.

Il primo dice che la stabilizzazione è «... un procedimento violento, che non raggiungerebbe lo scopo prefisso... Le oscillazioni dei cambi non sarebbero eliminate, perchè queste dipendono anzitutto e soprattutto, dal dislivello delle condizioni economiche internazionali e non è con un provvedimento monetario che queste sono eliminate » (2).

Modestamente, non pare a noi che questa obbiezione sia molto fondata. Paesi più o meno ricchi, più o meno poveri, si avevano prima della guerra, si hanno oggi, si avranno domani e forse sempre. Il dislivello nelle condizioni economiche internazionali è — a memoria d'uomo — un fatto permanente e non da esso dipendono le oscillazioni dei cambi, le cui cause, come abbiamo veduto, sono da ricercarsi principalmente nelle alterazioni delle parità monetarie reali e negli squilibrî della bilancia dei pagamenti internazionali dei varî paesi.

Piuttosto, è da osservare questo: che oggi non vi sono soltanto paesi ricchi e poveri, ma molti paesi *dissestati*, cioè in uno stato di disordine economico, al quale si allacciano, necessariamente,

---

(1) G. B. Griziotti: *Moneta, cambi e salari*, in « Avanti! » del 7 maggio 1922.

(2) Griziotti, scritto citato.

tanto le alterazioni delle parità monetarie reali che gli squilibrî nelle bilance dei pagamenti, per cui il nesso tra dissesto, tra disordine economico ed oscillazioni fantastiche dei cambi, è indubbiamente intimo. Se il Griziotti intende alludere a questo stato di disordine economico, ha perfettamente ragione di sostenere che ad esso non si rimedia soltanto con provvedimenti di politica monetaria.

Il Supino porta, a sostegno della stessa eccezione, argomenti di natura diversa.

« . . . il consolidamento della quantità di carta esuberante e del suo valore diminuito, oltre arrecare un danno permanente ed irreparabile a categorie numerose di persone, oltre essere una palese immoralità, oltre provocare ulteriori ribassi nel valore dei biglietti, non riuscirebbe nemmeno nello scopo principale, a cui mira, di eliminare gli sbalzi continui nel valore della moneta e di stabilizzare i cambi.

« È noto a tutti, infatti, perchè storia recentissima, che le maggiori oscillazioni dell'aggio e dei cambi esteri non si sono tanto manifestate durante la guerra, allorchè le emissioni cartacee erano in continuo aumento, quanto dopo l'armistizio e la pace, ad onta che l'espansione della circolazione a corso forzoso si sia arrestata. E d'altronde è evidente che una massa cospicua di biglietti, ammontante a circa 20 miliardi, non convertibili in moneta metallica per ora e chi sa ancora per quanti anni, ha un valore esclusivamente basato sulla fiducia che ispira lo Stato emittente; e non si può credere che questa fiducia, dipendente da tanti e svariati elementi di continuo mutevoli, possa es-

sere costante e non soggetta ad apprezzamenti mutevolissimi essi pure.

« E per ciò, anche ponendo un limite insormontabile alle emissioni, qualunque avvenimento di carattere politico, economico o finanziario, che modifichi l'opinione che il pubblico nazionale ed estero ha sulla solidità dello Stato, deve ripercuotersi necessariamente in cambiamenti nel valore della carta moneta. Ed è naturale che questo valore diminuisca, quando in paese imperversino agitazioni violente delle masse operaie, quando scoppî o si prolunghi per molto tempo, una profonda crisi industriale, o quando il bilancio statale presenti un *deficit* rilevante e che non sia possibile diminuire a breve scadenza; mentre il valore della carta non può a meno di crescere con la tranquillità pubblica, con la prosperità economica e col miglioramento delle finanze » (1).

Ma se è vero che le maggiori oscillazioni dell'aggio e dei cambi si sono avute dopo l'armistizio, non è esatto che in tale periodo l'espansione della circolazione a corso forzoso si sia arrestata. In Italia alla fine del 1918 la circolazione cartacea totale era di poco più che 14 miliardi; la massima punta, nel volume della circolazione si ebbe, secondo i dati ufficiali noti, nel dicembre 1920 con circa 22 miliardi e 300 milioni (2).

Aumento enorme, perchè il prof. Supino insegna che pesa, sul valore dei biglietti, specialmente

(1) SUPINO: *La consolidazione del diminuito valore della moneta*, in « Rivista Bancaria », gennaio 1922.

(2) Vedi Esposizione finanziaria già citata.

la *circolazione eccedente* e questa, nel periodo di ristagno che fece seguito alla economia industriale bellica, dovette essere in continuo aumento. Sui corsi dei cambi poi dovette influire notevolmente anche lo sbilancio dei nostri pagamenti internazionali, dopo la cessazione dei prestiti degli alleati. Per cui, quando si considerano i corsi dei cambi nel periodo che va dall'armistizio a tutto il 1921, bisogna tener sempre presente che i due fattori massimi di turbamento — eccesso di circolazione e sbilancio nei pagamenti — ebbero in tali anni il maggior sviluppo.

Non si deve nemmeno credere poi che il valore della carta moneta sia basata *esclusivamente* sulla fiducia che inspira lo Stato emittente. Come abbiamo dimostrato, la carta moneta vale in quanto si ha la certezza di poterla scambiare con una qualsiasi quantità di beni e questa certezza dipende, principalmente, dalla fiducia che può inspirare non lo Stato soltanto, ma tutto il paese.

Una politica che abbia come conseguenza inevitabile una espansione cartacea, può scuotere la fiducia nello Stato, ma non nella carta moneta fino a tanto che questa conserva la sua potenza di acquisto.

Ciò premesso, è indubitato che la esistenza di una massa enorme di carta moneta inconvertibile è fattore di turbamento e di instabilità. Il meccanismo della circolazione diventa di una sensibilità morbosa e fatti anche minimi vi producono turbamenti che si ripercuotono con intensità crescente. Non crediamo di dover insistere su questo punto: il lettore che ci ha seguiti sin qui, avrà avuto oc-

casione di considerare, là dove si tratta dei paesi a corso forzoso, la differenza enorme delle conseguenze di un momento di panico od anche di un semplice allarme, a seconda che si tratti di paesi con sistema monetario sano o di paesi con moneta a corso forzoso.

Senonchè questa obbiezione del Supino vale più contro la stabilizzazione pura e semplice che non contro la formula del Cassel. Secondo la quale, le oscillazioni devono essere contenute in limiti minimi appunto per l'azione continua ed il controllo che lo Stato è chiamato ad esercitare nei riguardi della circolazione e del credito, allargando o restringendo i freni a seconda del caso, proprio nell'intento di mantenere una certa stabilità al valore della moneta.

Insomma, il Cassel, partendo dalla asserita impossibilità, per la maggior parte dei paesi europei, di tornare al tipo aureo e cioè ad un sistema monetario capace di regolarsi da sè, con sufficiente prontezza, sotto l'azione delle forze economiche, propone che sia costituito un sistema di freni e di compensatori artificiali, per mezzo di una oculata e vigile politica monetaria. Cosa non nuova, del resto, poichè agli stessi concetti si inspira il sistema del cambio aureo, di cui abbiamo detto a suo tempo ed anche — benchè in forma meno perfezionata del cambio aureo e non senza gravi inconvenienti — il sistema seguito sino al 1914, in Italia, dove, nonostante il corso forzoso, bastava il buon governo della circolazione, fatto dagli istituti di emissione, per assicurare al valore della carta moneta una sufficiente stabilità.

Invece è lecito il dubbio sulla possibilità dello Stato di intervenire con sufficiente efficacia, proprio nei momenti più critici, perchè è difficile escludere che turbamenti economici e politici, crisi, allarmi, panico o fatti analoghi, talvolta anche provocati da errori dello Stato, non abbiano a turbare questa facoltà di intervento ed a provocare un'azione impropria ed incerta.

La formula del Cassel vuole uno Stato forte, illuminato, consapevole dei fini da conseguire e capace di perseguirli, indipendentemente dalle influenze di carattere politico, dalle pressioni di piazza, dai clamori demagogici, ecc., ecc. Uno Stato, insomma, quale, nel dopo guerra, non si ha in nessun paese e specialmente non si ha dove il disordine monetario è maggiore.

Si comprende così come taluni, anche autorevoli partigiani di una stabilizzazione a valore ridotto, propugnino, invece della formula del Cassel, il ritorno al tipo aureo, ma non secondo le antiche parità legali, bensì con un tallone monetario calcolato in base al valore effettivo della carta moneta nel momento scelto per la conversione.

Questa soluzione è stata svolta con una certa ampiezza da un'autorevole rivista inglese — *The Statist* (1) — ma ha trovato sostenitori convinti in molti paesi ed anche nel nostro.

Nel suo studio, il periodico inglese rileva, anzi-

(1) « The Statist »: *Il problema monetario mondiale* (N. 2274 e seguenti del 1921). Questi articoli sono in parte riassunti nei fascicoli di ottobre e novembre 1921 della « Rivista Bancaria ».

tutto, l'insuccesso dei tentativi di sistemazione monetaria fatti sinora e la nessuna considerazione che ai governi fu possibile accordare ai voti espressi in proposito da corpi ed assemblee anche di grande autorità. Intanto, il problema monetario assumeva una importanza sempre maggiore « ... e non reputiamo esagerato affermare che attualmente non esiste in nessun campo della vita sociale — economico, politico e finanziario — un problema più imbarazzante di quello relativo alla stabilizzazione del potere di acquisto della moneta e cioè alla stabilizzazione del livello generale dei prezzi. Giacchè alla rapida ascesa di quest'ultimo, seguita all'abbandono del tipo monetario aureo, è da imputare, in ultima analisi, il disagio economico presente, con tutti i mali che l'accompagnano : ristagno industriale, agitazioni operaie, disoccupazione e povertà ».

Segue poi un esame critico della politica di deflazione in Inghilterra e dei suoi effetti. Questa politica venne invocata nel rapporto del « *Cunliffe Committee on Currency and Exchanges after the War* » e dalla Conferenza di Bruxelles. I propugnatori ritenevano che la solidità finanziaria « ...potesse essere raggiunta solo riducendo il volume di carta moneta in circolazione, fino al punto in cui si rendesse possibile il ritorno alla convertibilità in oro, come nei tempi prebellici e si potesse ristabilire a Londra il libero mercato dell'oro ». Questa politica fu seguita degli Stati Uniti, dal Giappone e più tardi dalla Gran Brettagna; ma non fu coronata da successo. E ciò per parecchie ragioni : mancanza di accordo internazionale nel processo

deflazionista; mancanza di simultaneità anche nell'ambito nazionale, perchè i prezzi al minuto non ribassarono nella proporzione di quelli all'ingrosso ed ogni tentativo di ridurre i salari fallì, cosicchè alla riduzione dei prezzi all'ingrosso non corrispose una riduzione dei costi; mancanza di un'adeguata riduzione delle spese pubbliche e della pressione tributaria. Il dollaro poi si rivalutò più rapilamente delle altre monete, per cui gli sforzi per riacquistare la parità si trovarono annullati.

D'altra parte, i danni furono considerevoli. La crisi industriale si deve, in parte notevole, attribuire alle restrizioni del credito necessarie per l'attuazione della politica deflazionista; in Inghilterra, poi, essa « ... ha avuto il paradossale effetto di dar vita ad un nuovo periodo d'inflazione, poichè il reddito nazionale è stato così grandemente ridotto durante la depressione, che le spese pubbliche non possono essere sostenute col provento dei tributi e lo scarto deve essere coperto mediante ulteriore creazione di credito ».

Per lo scrittore dello *Statist*, l'esperienza fatta ha dimostrato che, superato il periodo iniziale, non è possibile controllare gli avvenimenti provocati dalle pratiche deflazioniste. Giova anche ricordare che il mondo non si trovò mai di fronte ad una crisi monetaria così ampia e grandiosa, sicchè « ...la deflazione — politica pericolosa in ogni tempo — deve fronteggiare presentemente ostacoli quasi insormontabili, poichè per essere di conveniente efficacia, essa deve essere attuata simultaneamente in quasi tutti i paesi del mondo ».

Lo *Statist* propugna dunque l'abbandono di ogni

pratica deflazionista e la conversione in oro, ad una pari ridotta, della carta moneta « ... la nostra proposta comporta la restaurazione del tipo aureo, senza però nessun processo preliminare di deflazione nei riguardi della circolazione cartacea ora vigente... Si operi in modo che la carta moneta di tutti quei paesi che già poggiavano su base aurea il loro sistema monetario, si renda convertibile in oro, non alla parità aurea prebellica, ma alle singole parità commisurate all'effettivo cambio del dollaro nel momento scelto per compiere una riforma di tal genere, oppure alla media del corso dei cambi in un determinato periodo. Naturalmente, i nuovi rapporti tra l'oro e le singole unità monetarie diverrebbero, per così dire, statutarî in ogni paese ».

La proposta viene meglio illustrata con un esempio. « Supponiamo che venga abrogato il « Coinage Act » relativo all'oro e che si renda una sterlina convertita in oro secondo la nuova proporzione risultante dal livello medio del cambio su New-ork durante l'ultimo mese e cioè dollari 3.66 per una sterlina. Come è noto, il dollaro equivale a 23,22 grani di oro fino; quindi una sterlina verrebbe ad equivalere a 84,89232 grani di oro fino, invece dei precedenti 113,0016 grani, cosicchè, se il rapporto suddetto fosse adottato, la lira sterlina potrebbe essere convertita in una unità monetaria metallica contenente 84,89232 grani di oro e 7,71748 grani di lega. Quando questo nuovo rapporto fosse in vigore, l'oro posseduto dalla Banca d'Inghilterra a titolo di riserva corrispondente ai biglietti in circolazione, invece di coprire, come presentemente,

Lst. 155.012.000 coprirebbe Lst. 206.181.000; cioè l'equivalente di carta moneta emessa dalla Banca medesima crescerebbe, all'ingrosso, nella proporzione 85 : 113. L'ammontare scoperto dei biglietti della Banca d'Inghilterra e delle « currency notes » al 14 settembre ultimo era di Lst. 421.000.000; cosicchè la riserva aurea suaccennata rappresenterebbe il 49 % dei biglietti emessi, oppure, dopo di aver stanziato una riserva del 30 % a copertura dei biglietti in circolazione, rimarrebbero disponibili Lst. 79.617.000 come copertura dei depositi. La nuova parità di cambio col dollaro sarebbe di dollari 3.656 per una sterlina e quando il nuovo sistema fosse in piena azione, il rapporto suddetto varierebbe attorno a tale livello solo di una entità frazionaria determinata dal costo del trasporto dell'oro da Londra a New-York da una parte e da New-York a Londra dall'altra. È superfluo aggiungere che le cifre di cui ci siamo valsi finora, sono state fatte semplicemente a scopo esemplificativo ».

Una formula intermedia tra le idee del Cassel e quelle dello *Statist*, studiata con cura, anche nelle linee particolari, allo scopo di mostrare la sua praticità, è stata presentata dal più geniale e popolare campione della riforma, l'economista John Maynard Keynes, notissimo anche nel nostro paese per i suoi libri sulle conseguenze economiche della guerra e per alcuni articoli pubblicati sul *Corriere della Sera* in occasione della conferenza di Genova (1).

---

(1) Vedi « Corriere della Sera », specialmente i numeri del 16 e 22 aprile 1922.

In uno studio comparso su *The Manchester Guardian Commercial*, in vista appunto della conferenza di Genova (1) il Keynes ha illustrato le sue idee in proposito, con molta precisione e chiarezza.

I cambi esteri esprimono il rapporto di scambio tra la moneta di un paese e quelle degli altri paesi. « Cosicchè le loro oscillazioni interessano necessariamente i commercianti che comprano in una piazza e vendono in un'altra. Ma sono le oscillazioni soltanto quelle che interessano i commercianti; mentre non ha per essi alcuna inportanza il fatto che un dollaro valga cinque o cinquanta marchi, purchè tale rapporto sia sempre costante e noto in antecedenza. Il problema della « stabilizzazione » consiste appunto nell'assicurare tale invariabilità. Finora è stata trovata in proposto una sola soluzione buona : il tipo aureo mondiale, tipo che può essere attuato in varie forme, come, per es., quella di « ancorare » i cambi non direttamente all'oro, ma operando in modo che la moneta nazionale possa essere scambiata ad un corso invariabile con monete straniere, le quali riposino sopra una base aurea. Io non vedo attualmente altra via praticabile per la stabilizzazione dei cambi all'infuori di questa soluzione tradizionale, e cioè di un tipo a base aurea nel maggior numero possibile di paesi ».

E concretando le sue idee in tre proposizioni sulle quali richiamava l'attenzione della Conferenza di Genova, il Keynes ritiene :

---

(1) « The Manchester Guardian Commercial » : *La ricostruzione dell'Europa*, fascicolo di aprile e particolarmente l'articolo sulla stabilizzazione delle divise estere.

1°) che quei paesi in cui il valore aureo della moneta legale si è deprezzato in misura maggiore del 20 % rispetto al 1914 sono consigliati a non tentare la restaurazione della loro moneta alla parità aurea prebellica;

2°) che sia desiderabile che al più presto possibile tutte le monete divengano convertibili in oro ad un corso fisso; ed a tale fine, il corso a cui fissare il nuovo valore aureo delle singole monete dovrebbe essere scelto in base a quello che si reputa possa essere mantenuto con ragionevole sicurezza nel prossimo futuro;

3°) che il terzo elemento da prendere in esame è quello relativo all'uso dell'oro nella circolazione. È essenziale che ciò venga assolutamente vietato, fino a quando l'Europa abbia bisogno di tutto il suo oro come riserva contro le fluttuazioni dei cambi, e che esso non sia disperso inutilmente nelle tasche e nelle casseforti dei privati. Questo fatto dovrebbe essere argomento di una decisione generale, in virtù della quale venisse stabilito che le varie potenze convengono nel sanzionare che, mentre le loro banche emetteranno moneta legale contro consegna di oro, essi non procederanno al conio di monete d'oro e non permetteranno che queste possano circolare come moneta legale. L'oro sarà bensì disponibile a domanda per il cambio dei biglietti ad un corso fisso, ma ciò potrà avvenire solo per motivi di esportazione e per il saldo di debiti internazionali; ed a tale scopo si potrebbe, per es., stabilire che i biglietti sono scambiabili in oro (sotto forma di verghe o di monete straniere) solo per somme superiori alle 50 mila sterline.

Il Keynes ritiene che il tentativo di restaurazione della immediata convertibilità in oro si debba limitare — nel primo momento — alla Gran Brettagna, alla Francia, all'Italia, al Belgio, ai paesi scandinavi, alla Spagna, all'Olanda, alla Svizzera ed alla Ceco-Slovacchia.

Il corso di conversione, dove non è consigliabile il ritorno alla parità pre-bellica, dovrebbe essere fissato nell'intento di conservare lo stato di cose esistente, ma piuttosto basso che alto, allo scopo di ridurre i rischi della riforma in caso di insuccesso. Dovrebbe anche essere definitivo, non essendovi alcuna ragione seria per fare diversamente. Anzi, *una moneta che si vada apprezzando, può avere, con il ribasso dei prezzi all'interno, un effetto deprimente sul commercio e rendere quasi insolubile* — col crescere del peso del debito pubblico — *il problema del bilancio.*

Il Keynes, tuttavia, crede che si possa, senza gran danno, fare qualche concessione alla illusione popolare di una futura rivalutazione. E propone si accordi, alle Banche di emissione, la facoltà di annunciare che esse procederanno ad un aumento del corso di conversione fissato, ma in misura non maggiore del 6 % all'anno (e proporzionalmente per periodi più brevi).

Benchè molte delle obbiezioni fatte contro la formula del Cassel non abbiano ragione di essere mantenute contro le soluzioni indicate dallo *Statist* e dal Keynes; benchè le proposte di quest'ultimo siano tali, in sostanza, da dover accontentare anche coloro che aspirano alla parità pre-bellica, perchè segnano la strada per tornarvi, a piccole tappe

successive, gli oppositori non hanno creduto di disarmare e le proposte del Keynes, a Genova, non hanno avuto fortuna.

Di Genova, diremo più avanti: quanto al permanere delle opposizioni, esso è dovuto al fatto che i dissensi sono specialmente profondi e vivaci sul terzo dei punti da noi accennati.

Non solo non si ammette la impossibilità di tornare, senza danni enormi al ripristino dell'antica parità aurea, ma si sostiene decisamente la necessità di una politica che tenda a questo scopo.

Achille Loria, che si è manifestato contro la politica di stabilizzazione accusando i suoi sostenitori di *bolscevismo monetario* (1) vorrebbe un ritiro graduale della carta moneta esuberante, ritiro che potrebbe farsi col ricavo di una imposta speciale, bruciando poi ogni anno la valuta così sottratta alla circolazione e continuando sino alla rivalutazione completa della lira di carta.

Le argomentazioni addotte contro la conversione in oro della carta al saggio corrente del mercato sono principalmente due: « Se voi assolvete gli Stati — egli scrive — da qualsiasi effetto nocevole delle esuberanti emissioni, proclamando un indulto plenario sui peccati monetarî del passato, voi incoraggiate i governi a procedere nelle emissioni esorbitanti; e perciò, mentre vi proponete ostensibilmente di irrigidire la condizione di fatto che la guerra ha lasciata, contribuite in realtà di vostra mano ad acuirla ed inciprignirla ognor più ».

---

(1) Vedi « Secolo » dell'11 febbraio 1922 nell'articolo: *Bolscevismo monetario.*

E più avanti: « Ciò che importa non è già il pari fra la nostra moneta e la moneta estera — parità che può essere ad ogni istante alterata dalle correnti del traffico e dalle manipolazioni dei governi esteri — ciò che preme è di mantenere invariato il pari fra la unità monetaria di carta e la stessa unità monetaria espressa in oro. Ora qui, veramente, tutte le leggi divine ed umane, tutti i canoni più elementari della probità monetaria e della saggezza politica impongono che una lira di carta debba essere sempre in ogni caso l'equivalente di una lira d'oro. Se infatti i cittadini accettano in pagamento un pezzo di carta, su cui è scritto « una lira » lo fanno solo nella fondata fiducia che quel pezzo di carta sia un assegno, immediato o futuro, sopra una lira d'oro e che lo Stato si adoprerà con ogni sua possa a mantenere il pari fra la lira di carta e la lira d'oro od a ricondurlo, quando quel pari sia tolto ».

Anche il Supino, nello scritto già ricordato, sviluppa gli stessi concetti accennati dal Loria sulla immoralità della conversione sotto l'antica pari ed afferma che « ... la carta moneta ha un valore, ad onta della sua inconvertibilità, per la fiducia diffusa nel pubblico che sarà convertita alla pari non appena le condizioni del bilancio lo consentiranno ». Insiste poi sui danni che, da una conversione sotto la pari, ingiustamente verrebbero a molte categorie di cittadini, che vedrebbero consolidata, in modo permanente, la spogliazione subita per le eccessive emissioni cartacee. Tra queste categorie, il Supino ricorda specialmente quelle dei lavoratori intellettuali e quelle dei possessori di ti-

toli pubblici ed in particolare i sottoscrittori dei prestiti di guerra, i quali « ... accettarono un determinato interesse nella fiducia che il capitale dato a prestito sarebbe stato restituito con una moneta cresciuta di valore in un avvenire più o meno lontano, mentre avrebbero domandato un interesse più alto se avessero potuto supporre che l'unità monetaria sarebbe stata ridotta di valore ».

Ma tutte queste argomentazioni persuadono poco. Sui danni dell'inflazionismo, della politica finanziaria a base di emissioni di carta moneta non c'è dissenso, almeno in teoria. Gli stessi governanti si battono il petto e si coprono il capo di cenere... salvo a continuare od a tornar da capo. E così sarà sino a tanto che i popoli non si saranno convinti che emettere carta moneta nelle condizioni in cui si fa da molti Stati è un'azione immorale e dannosa, non diversa dal furto o dalla spendita di biglietti falsi.

Purtroppo, siamo ben lontani da questo stato di illuminata coscienza. Per intanto, si troveranno sempre degli uomini politici i quali, con la scusante della *ragion di Stato* e delle esigenze della *pratica* legittimeranno questa politica funesta e — ciò che è peggio — si troveranno sempre molte migliaia di imbecilli pronti ad approvarli e ad applaudirli. E negate assoluzioni o condanne saranno perfettamente inutili e non varranno a far sì che si metta in circolazione un biglietto di meno; senza contare che, in ogni modo, il peso della condanna sarebbe sopportato da chi già ebbe a sopportare quello del male fatto.

La tesi che la carta moneta vale perchè chi la prende ha fiducia che sarà rimborsata in oro, in un giorno prossimo o lontano, è smentita dalla pratica della vita quotidiana.

Vi sono oggi delle persone che speculano sulla rivalutazione della lira (1) ma che non possono, per tale fatto, vantare alcun diritto morale ne reale alla rivalutazione stessa. Come abbiamo veduto già discorrendo dei paesi con sistema monetario avariato, quando la carta moneta cessa di essere un titolo rappresentativo, che basta presentare alla banca per veder scambiato contro metallo e circola non perchè rappresenti una determinata quantità di oro o di argento, ma perchè lo Stato, col corso forzoso, le ha attribuito la prerogativa fondamentale della moneta, cioè la capacità di liberare dalle obbligazioni, di pagare i debiti, il suo valore si determina in base alla sua capacità di scambio con merci e servizi, indipendentemente dal valore del metallo che in origine essa rappresentava. E chi dà o riceve una lira di carta non

(1) I giornali di qualche mese fa hanno dato ampie notizie sulla frenesia di speculazione che, agli Stati Uniti, aveva invaso anche molti piccoli risparmiatori, nella speranza del rialzo del marco tedesco. È assai probabile che un largo gioco si faccia anche sulle altre monete, specie su quelle che, come la lira italiana, da qualche tempo tendono a migliorare i loro corsi.

Per quanto notizie precise, in materia, non si possano avere, da vari elementi si può ritenere che gli Stati Uniti abbiano parecchi miliardi di lire-carta investiti in questa forma di speculazione.

bada ai pochi decigrammi di oro che essa rappresentava in origine, ma bada semplicemente alla quantità di beni che essa lira gli può *attualmente* procurare. E ciò perchè, quand'anche sussistesse una promessa formale di rimborso, nessuno potrebbe assegnarle un valore economico qualsiasi, trattandosi di una promessa a scadenza indeterminata e di esecuzione incerta e remotissima.

Nè più fondata pare la obbiezione relativa ai sottoscrittori del debito pubblico. I quali non sono in condizioni diverse da ogni e qualsiasi creditore che abbia dato somme a mutuo o fatto somministrazioni prima del deprezzamento. Tutta questa gente è stata danneggiata, perchè i loro crediti sono rimasti espressi in una data quantità di moneta, alla quale corrisponde una quantità di beni notevolmente diminuita. Ma la piena rivalutazione monetaria — anche se fosse possibile — non riparerebbe questi danni. Essa porterebbe dei vantaggi alla categoria di tutte le persone che hanno crediti, ma i componenti di questa categoria non sono, nella grande maggioranza, gli stessi del periodo del deprezzamento. Vi furono infiniti passaggi di proprietà in questo tempo; numerosi crediti vennero estinti o trasformati e se ne formarono dei nuovi. La rivalutazione porterebbe molta ricchezza a gente che non ha alcun titolo alla ricchezza stessa e non riparerebbe i danni fatti dalla politica inflazionista; alle ingiustizie vecchie, con tutta probabilità, se ne aggiungerebbero delle nuove.

Può, lo Stato, per alte ragioni di giustizia e di equità, considerare se non sia opportuno, per al-

cuni gruppi di danneggiati dall'inflazione — per esempio i pensionati — considerare come necessari dei provvedimenti riparatori, ma difficilmente si potrebbero comprendere, in tali gruppi, i portatori di titoli pubblici ed i sottoscrittori dei prestiti di guerra, i quali ultimi, poi, sono stati indotti a sottoscrivere da un complesso di considerazioni patriottiche e sentimentali che attenuano assai la importanza del movente economico.

Oltre che nel caso dei pensionati, si impone la necessità di provvedimenti speciali per le opere pie ed anche, se si vuole, per coloro che hanno fatto contratti di assicurazione sulla vita o vitalizi; ma l'esistenza di questi problemi particolari non può costituire argomento in favore del provvedimento generale propugnato dal Supino. Anzi poichè è indubbio che una politica di stabilizzazione favorirebbe la sistemazione delle finanze pubbliche — che è la condizione fondamentale anche per la soluzione dei problemi particolari accennati — si può sostenere che la esistenza di essi torna a favore di una politica di stabilizzazione.

La condizione di inferiorità in cui si trovano i lavoratori intellettuali, va considerata con gli stessi criteri e porta alle stesse conclusioni: è un altro problema particolare che lo Stato ha — per la sua parte — il dovere di risolvere, ciò che farà indubbiamente, in quanto le condizioni delle sue finanze lo permettano.

Il Keynes, nello studio già citato, così riassume gli argomenti di coloro che sono favorevoli ad una

politica di rivalutazione monetaria ed avversi alla stabilizzazione :

1.° — se la moneta di un paese può esser ricondotta al suo valore aureo prebellico, il prestigio finanziario di tal paese ne sarà notevolmente accresciuto;

2.° — lasciare il valore aureo della moneta di un paese al basso livello a cui la guerra l'ha portato è un'ingiustizia per la classe dei *rentiers* e per tutti quelli che godono di un reddito monetario fisso, mentre restaurarne la base prebellica sarebbe opera di saggio conservatorismo, atta a ricondurre tale classe a ciò che essa era prima della guerra;

3.° — poichè, a lungo andare, il potere d'acquisto della moneta di un paese non può rimanere all'interno molto diverso da quello esterno, mentre temporaneamente vi possono essere differenze molto notevoli, una politica diretta a fissare il cambio — che misura il valore della moneta all'estero — al suo livello attuale potrebbe significare la intempestiva depressione del valore della moneta all'interno molto al disotto del sua valore odierno, e quindi produrre dannose conseguenze sociali;

4.° — si ritiene da molti che, se il valore aureo della moneta di un paese viene accresciuto, le classi lavoratrici potranno godere di un minor costo della vita, le merci estere potranno essere ottenute più a buon mercato, e i debiti stranieri stipulati in oro — p. e. quelli verso gli Stati Uniti — potranno essere saldati più agevolmente.

Sul primo punto, il Keynes osserva che ha valore soltanto per quei paesi che possono sperare

in una *sollecita* restaurazione del tipo aureo prebellico.

Il secondo motivo può suscitare simpatia ma non consentimento. Le ampie emissioni di prestiti di guerra hanno sommerso, per così dire, i possessori prebellici di titoli ad interesse fisso e la società si è largamente adattata alla nuova situazione. Il carico poi dei debiti di guerra che grava sui paesi europei è già tanto poderoso che una politica monetaria deliberatamente diretta ad accrescerne il peso dovrebbe essere senz'altro fuori discussione.

Il terzo motivo, sempre secondo il K. può aver valore solo per paesi in condizioni speciali, come la Germania. E di queste condizioni particolari si dovrebbe tener conto nel piano di stabilizzazione.

Il quarto motivo è illusorio.

Se il franco vale di più, i salari pagati in franchi — si afferma — compreranno sicuramente di più. È vero, ma se i franchi valgono di più, compreranno anche maggior quantità di lavoro. Quanto alle importazioni ed alle esportazioni, non vi sarà, per questo fatto, alcun cambiamento sostanziale, per quanto non riesca agevole a tutti gli uomini comprendere che la moneta è un semplice intermediario, senza significato in sè e per sè.

Per ciò che riguarda la conferenza di Genova sono da tener distinti due fatti diversi: le deliberazioni della Conferenza vera e propria e le dichiarazioni di alcuni uomini di Stato, tra i quali il ministro italiano del Tesoro, on. Peano.

In massima, si deve ritenere che la Conferenza, nelle sue deliberazioni, si sia accostata notevol-

mente alle idee propugnate dal Keynes. La deliberazione prima dice:

« *Requisito essenziale per la restaurazione economica dell'Europa è che ogni paese conferisca stabilità al valore della propria moneta.* »

Qui non vi sono dubbi possibili: ogni politica deflazionista viene con tale delibera dichiarata contraria alle necessità della restaurazione economica europea.

Le deliberazioni quarta e quinta affermano essere desiderabile che tutte le monete europee siano basate su un tipo comune e che l'oro è il solo tipo comune che gli Stati Europei potrebbero oggi adottare, mentre la deliberazione sesta consiglia che i Governi dichiarino fin d'ora che la fissazione di un tipo aureo è il loro obbiettivo finale e che si accordino sul programma che intendono seguire per il raggiungimento di un tale scopo.

Con la deliberazione settima, particolarmente importante, si rileva che fino a tanto che esiste nel bilancio annuale di uno Stato, un disavanzo da colmare mediante creazione di moneta fiduciaria o di crediti bancari (anticipazioni) nessuna riforma monetaria è possibile e nessun passo per la fissazione di un tipo aureo può essere fatto. Tale concetto è riaffermato nella deliberazione ottava:

« *Il successivo provvedimento consisterà nel determinare e fissare il valore in oro dell'unità monetaria. Questo passo può essere intrapreso da ciascun paese solamente quando le condizioni economiche lo permettano, poichè il paese dovrà allora decidere se adottare la vecchia parità aurea oppure una nuova parità equivalente all'incirca al*

corso del cambio dell'unità monetaria in quel momento. »

Queste due deliberazioni — a differenza delle precedenti — si scostano alquanto dalle idee del Keynes, poichè non ammettono quella imperiosa urgenza che l'economista inglese afferma; la deliberazione ottava poi, nella seconda parte, sembra riaprire nuovamente la discussione intorno alla politica monetaria da seguire ed è, in un certo senso, in contrasto con la prima.

Ma di fianco a queste deliberazioni, anzi, ancor prima che le stesse venissero prese dalla Conferenza, in seduta plenaria, il ministro Peano ed i rappresentanti della Francia e del Belgio, facevano dichiarazioni nettamente favorevoli ad una politica mirante al ripristino dell'antica parità aurea, cioè toglievano ogni valore pratico alle deliberazioni che la Conferenza stava per prendere.

Il ministro Peano è stato vivamente criticato per queste sue dichiarazioni, tanto dal Keynes che dall'Einaudi (1) e tali critiche, in quanto riguardano la politica che egli ha indicato, si devono considerare giustificate. Ma era difficile che, come ministro del Tesoro, egli potesse parlare diversamente. Lo stesso Keynes ha messo in luce, nello studio più volte citato, la grande timidezza e la imperfetta comprensione che i dicasteri del Tesoro dei varî Stati dimostrano di fronte a taluni di questi problemi ed ha rilevato e deplorato il feticismo loro e degli istituti di emissione per la riserva

(1) Vedi « Corriere della Sera » 24 aprile 1922: *I risultati finanziari di Genova.*

aurea, ciò che li rende necessariamente avversi ad ogni politica di attivo impiego della riserva stessa.

Di fianco a ciò sta il fatto che — come ha rilevato l'Einaudi nella stessa occasione — il problema, in Italia almeno, non è stato sinora afferrato dal mondo politico e le sfere ufficiali sono persuase, come se si trattasse di un assioma, che bisogna riportare la lira-carta alla lira-oro.

Ma sta, sopratutto, un altro fatto, che è, per noi, di importanza decisiva, fondamentale. Una politica monetaria, sia nel senso voluto dal Keynes che in quello voluto dai suoi oppositori, costituisce un impegno molto serio che interessa tutta l'attività dello Stato e che solo un governo forte potrebbe assumere senza pericolo per sè e — sopratutto — senza danno per il paese. Ed i governi del dopo-guerra, specialmente i governi parlamentari latini, sono governi debolissimi.

Le dichiarazioni del Peano, del Picard e del Theunis, hanno davanti a chi le ha fatte e a chi le ha ascoltate, questo grandissimo pregio: che non impegnano a nulla, che non creano l'obbligo di far subito qualche cosa. L'Einaudi giustamente osserva: « Nonostante le dichiarazioni di Peano, il Tesoro italiano non agisce affatto nel senso di riportare la lira alla pari. Ciò è oggi un assurdo e non lo tenta neppure. Con i salvataggi bancari, gli aiuti alle industrie pericolanti, il Tesoro italiano fa anzitutto il contrario e spinge la lira al ribasso; sebbene d'altro canto sembri spingerla in su con lo sforzo di ristabilire il pareggio. Va da sè che questa politica è la peggiore di tutte,

perchè cammina a zig-zag e non sa quello che si propone ». (1)

Possiamo aggiungere che non si propone nulla e che tale è la condizione di cose imposta dalle necessità politiche e parlamentari di paesi come il nostro e come la Francia.

Il Keynes, nel suo mirabile e generoso sforzo per spingere l'Europa lontana dall'anarchia economica, non ha tenuto conto di questa condizione di cose. Egli ha creduto di poter raccomandare un po' di fede e di audacia e non si è avveduto che in quel momento usciva dal mondo delle cose possibili e reali.

Noi non vediamo come questa impotenza possa essere superata. Ci vorrebbe lo sforzo travolgente di una opinione pubblica illuminata e decisa e questo non è cosa possibile ad ottenersi od almeno non è opera di poco tempo. Alle grandi masse non si possono presentare che problemi semplici, con finalità chiare ed immediate. La questione monetaria è invece delle più complesse, ha finalità remote e soluzioni vincolate a quelle di molti altri problemi.

Nessuna meraviglia deve quindi destare il fatto che mentre una Conferenza come quella di Genova formula dei voti, tre ministri di paesi come l'Italia, la Francia ed il Belgio dichiarino, sostanzialmente, che di tali voti non terranno alcun conto.

Secondo noi, il problema è stato male impostato sin da quando, subito dopo la guerra, si cominciò a parlare di provvedimenti e di intese internazio-

(1) Articolo citato alla nota precedente.

nali per i cambi, quasi che la stabilizzazione del corso dei cambi e del valore delle monete, potessero considerarsi *come soluzioni di problemi, cioè come obbiettivi conseguibili attraverso una serie praticamente preordinabile di provvedimenti, invece di essere, come sono* e come saranno sempre, nonostante ogni sforzo, *la risultante di determinate situazioni economiche.*

Finchè questa situazione economica non c'è, ogni sforzo, ogni provvedimento è vano e non può giovare a nulla, se pur non fa del danno; quando c'è invece quel determinato complesso di condizioni economiche, ogni provvedimento diventa superfluo.

La deliberazione settima della Conferenza di Genova, dice precisamente così:

« *Finchè esista nel bilancio annuale di uno Stato un disavanzo colmato mediante la creazione di moneta fiduciaria o di crediti bancari (anticipazioni), nessuna riforma monetaria è possibile e nessun passo per la fissazione di un tipo aureo può essere fatto. La più importante riforma consiste perciò nel bilanciare le spese annuali dello Stato senza la creazione di nuovi debiti che non siano coperti da nuove attività. Il pareggio del bilancio richiede un'adeguata tassazione; ma, se le spese governative sono così elevate da portare la tassazione a un limite eccedente la capacità contributiva del reddito del Paese, la tassazione può di per sè creare inflazione. La riduzione delle spese governative è l'unico vero rimedio. Il pareggio del bilancio statale contribuirà notevolmente a rimediare a un saldo sfavorevole della bilancia dei*

pagamenti all'estero, riducendo il consumo interno; ma si riconosce che, nel caso di alcuni paesi, lo squilibrio della detta bilancia è tale da rendere il raggiungimento del pareggio del bilancio dello Stato impossibile senza il concorso di un prestito estero. Senza un tale prestito la relativa stabilità nella moneta, da cui il pareggio del bilancio statale, coi mezzi sopra indicati, largamente dipende, può divenire irraggiungibile ».

L'ultima parte della deliberazione è discutibile assai. ma non è qui il caso di soffermarci sui dettagli. L'importante è che la Conferenza abbia affermata la inutilità di ogni passo prima che, col *pareggio del Bilancio dello Stato, sia tolto ogni pericolo di inflazione cartacea* e che con la sistemazione del commercio estero sia tolta ogni ragione di permanente *deficit* nella bilancia internazionale dei pagamenti.

Ma quando queste due condizioni siano realizzate, si avrà anche, di fatto, la desiderata stabilizzazione o, per lo meno, le oscillazioni di valore saranno ricondotte in tali limiti da perdere praticamente importanza.

Tutto il resto, nei voti formulati dalla Conferenza su questa materia, non ha importanza per il conseguimento della stabilizzazione, mentre può essere utile per difenderla e per conservarla.

È per questo che, pur condividendo molte delle idee del Keynes, consideriamo le sue proposte — per il momento — come una generosa utopia.

Ma non meno utopistico e per di più pericoloso si deve considerare il miraggio del ritorno all'antica parità prebellica. Abbiamo veduto come le

ragioni addotte a difesa di questo ritorno, quando non sono prive di fondamento, non sono di peso tale da costituire elemento decisivo. E, sopratutto, i fautori della politica di piena rivalutazione, preoccupati di combattere coloro che sostengono la politica avversa, non si sono soffermati con la dovuta ponderazione su quelle che potrebbero essere le conseguenze della loro politica.

Essi pensano di aver a tutto provveduto insistendo nell'affermare *che la rivalutazione della lira deve essere graduale*, ma nessuno ha mai pensato che la lira si potesse riportare al valore d'anteguerra con un colpo di bacchetta magica, mentre che il graduare la rivalutazione non distrugge le conseguenze della stessa.

Mettiamo, anzitutto, le cose sotto il loro vero aspetto. Che cosa significa rivalutare la lira? Significa aumentarne il valore sino a che esso equivalga quello di una lira d'oro, cioè moltiplicarne per tre o per quattro l'attuale potenza di acquisto. Il che, sotto un altro punto di vista, significa riduzione ad un terzo o ad un quarto, di tutti i prezzi delle cose.

Consideriamo alcune delle conseguenze di questo fatto, dal punto di vista sociale.

Alla riduzione dei prezzi corrisponderà una riduzione, almeno proporzionale, dei salari nominali, in modo da lasciare invariati i salari reali. Nulla giustifica l'ipotesi che questi debbano aumentare — come avverrebbe se i salari nominali non diminuissero in proporzione ai prezzi — vi sono anzi molte ragioni, come vedremo, per temere che avvenga il contrario.

Alla riduzione dei prezzi corrisponderà un au-

mento nella capacità di spesa, cioè nella ricchezza, di tutti coloro che hanno redditi fissi: i proprietari di titoli pubblici e di obbligazioni. Per coloro che possedevano rendita dello Stato prima della guerra e che l'hanno conservata, tale arricchimento si può considerare una restituzione, ma essi — anche ammettendo che tali titoli siano rimasti tutti nelle mani di coloro che li avevano nel 1914, mentre invese sono avvenute moltissime trasmissioni — rappresentano un capitale di poco più di 13 miliardi, mentre, alla fine di ottobre del 1921 i debiti dello Stato — esclusi quelli verso l'estero — arrivavano a circa 90 miliardi. La giusta restituzione ai possessori dei 13 miliardi si accompagnerebbe con l'indebito arricchimento dei portatori degli altri 77 miliardi.

A parte ogni questione di giustizia, poi, sta il fatto che la rivalutazione provocherebbe una nuova distribuzione della ricchezza nazionale a totale ed esclusivo vantaggio dei possessori di redditi fissi in genere e dei portatori di titoli di Stato e di obbligazioni in particolare, cioè di coloro che vivono, nella miglior ipotesi, sul lavoro del passato e che costituiscono una passività a carico di coloro che lavorano oggi.

Come tale risultato, dannoso all'economia sociale in genere ma in particolare a tutti i lavoratori, si accordi con l'interesse del proletariato, che il prof. Griziotti ravvisa nella rivalutazione della lira, non riusciamo a capire!

La diminuzione dei prezzi e la conseguente riduzione nominale di tutti i redditi del lavoro, del commercio e dell'industria, porterà automatica-

mente ad una riduzione del prodotto di tutte quelle imposte il cui carico varia col variare della ricchezza, mentre le altre imposte, restando fisse nella misura attuale, peseranno tanto duramente sui contribuenti da riuscire, probabilmente, insopportabili.

Così, mentre il paese piegherà sotto il soverchio peso delle tasse, lo Stato vedrà diminuire notevolmente le sue entrate. D'altra parte, invece, le spese non si presenteranno di riduzione tanto agevole. Una parte enorme di queste spese è rappresentata dagli interessi passivi. Si è già sentito parlare di conversione, ma non possiamo immaginare una conversione che riduca il carico ad un terzo o ad un quarto, come sarebbe necessario per impedire che i portatori di prestiti fruiscano di illeciti vantaggi (1). Un'altra parte notevole delle spese, è costituita dagli emolumenti al personale. Anche qui sarebbe necessario — tranne che in pochi casi eccezionali — applicare falcidie e riduzioni enormi, rifacendo all'indietro, se non tutto, buona parte del cammino fatto dal 1914 in poi.

Chi può immaginare uno Stato italiano capace di ridurre ad un terzo e forse meno i salari delle più numerose categorie di ferrovieri e di altri suoi dipendenti? La impotenza di cui ha dato prova lo Stato di fronte al problema della burocrazia, lascia pensare facilmente quello che avverrebbe.

---

(1) Una soluzione potrebbe esser questa: che lo Stato converta, immediatamente, i suoi titoli attuali in titoli in oro, di valore equivalente al corso attuale e con facoltà di rimborsare capitale ed interessi sia in oro che in carta al corso della giornata. Ma anche questo equivale ad una riduzione ad un terzo o ad un quarto dei debiti pubblici.

Certo che la riduzione — come la rivalutazione — dovrebbero essere graduali, ma ciò non conforta ad una maggior fiducia nell'azione dello Stato, il quale dovrebbe mantenere, per una lunga serie di anni, una politica di energia alla quale non è accostumato.

Ma c'è un terzo punto da considerare; un terzo punto già accennato dal Keynes e che ha importanza anche maggiore. Il passaggio graduale dal valore presente della lira carta al valore della lira-oro e cioè la riduzione dei prezzi dal livello attuale ad un terzo o ad un quarto, non può avvenire senza turbamenti enormi nella economia produttrice del paese, perchè — come si è già avuto occasione di rilevare — non tutti i prezzi diminuiranno con la stessa velocità ed in uguale misura. Ad ogni gradino della scala di rivalutazione corrisponderanno prezzi nuovi, per effetto della diminuzione dei prezzi vecchi. diminuzioni che avverranno in misura non uniforme, non prevedibile e che provocheranno variazioni nella domanda e nel consumo dei vari generi e — di conseguenza — nella distribuzione delle energie produttrici. Abbiamo visto quello che è avvenuto in Inghilterra e che lo *Statist* ha messo in luce.

Per una lunga serie di anni poi — cioè sino a tanto che la rivalutazione sarà completa — si avranno prezzi decrescenti e decrescenti non per miglioramento nei processi produttivi ma per l'aumento di valore della moneta. Ciò metterà tutte le industrie in condizioni singolarmente difficili : i produttori dovranno infatti acquistare materie prime ed impianti a prezzi alti con la sicurezza che alla

fine del ciclo produttivo, cioè al momento di vendere molti prezzi saranno diminuiti. Di questa condizione di cose e delle incertezze, dei pericoli, delle alee che ne derivano, il peso ricadrà *facilmente* sulla classe lavoratrice, i cui salari verranno ridotti di quanto è necessario per lasciar margine sufficiente a coprire i rischi e le perdite accennate. Per cui, non solo, come abbiamo prima rilevato, di pari passo con la rivalutazione monetaria, si avrà una riduzione proporzionale dei salari nominali, ma anche i salari reali subiranno successive notevoli falcidie. Epperò sempre meno si comprende come possano, dei socialisti, considerare in armonia con gli interessi del proletariato, una politica monetaria di rivalutazione.

La quale, per tutte le ragioni esposte, non è nè desiderabile nè praticamente possibile e spiace che tanto il Keynes che taluno dei suoi più autorevoli volgarizzatori, nel desiderio di placare gli oppositori, abbiano fatto concessioni su questo punto ed acceduto a progetti di rivalutazione graduale contro i quali si possono sollevare tutte le ragioni che abbiamo più su esposte.

Il dott. Giacinto Eredia, in un recente notevole studio sulla questione (1) ha rilevato la importanza delle conseguenze della deflazione specialmente nei riguardi del bilancio dello Stato ed ha cercato un mezzo per ovviarle.

« In fatto, però, di deflazioni di circolazione — egli scrive — si oppone che gravi conseguenze ne

(1) G. Ereda: *Per un programma di politica monetaria*. In « Problemi Italiani », marzo 1922.

deriverebbero per la gestione del bilancio statale, perchè mentre lo Stato non potrebbe riscuotere che tributi sempre più diminuiti, col diminuire del valore nominale dei redditi privati, appunto per la rivalutazione della nostra lira, dovrebbe continuare a sostenere oneri invariati per interessi passivi sui debiti e per stipendi e pensioni.

« Riteniamo che sia possibile una regolamentazione del mercato dei valori, e di tutte le economie, come della gestione economica statale, durante il periodo delle deflazioni di circolazione e di rivalutazione della moneta, in modo da restringere in più ristretto limite possibile le conseguenze degli sbalzi graduali di rivalutazione.

« Si potrebbe cioè, stabilire che un ufficio governativo di statistica procedesse alla periodica determinazione del rapporto di valore tra la lira-carta e la lira-oro nel riferimento a due date certe; per esempio dall'inizio di un bimestre all'altro.

« Questo coefficiente di determinazione della graduale rivalutazione della lira dovrebbe costituire la misura obbligatoria per la determinazione del valore monetario nell'adempimento di tutte le obbligazioni in denaro sia in rapporto tra privati sia in rapporto con enti pubblici e lo Stato.

« Le conseguenze delle fluttuazioni del valore della moneta sarebbero così circoscritte entro il solo limite, generalmente parlando, del tempo decorrente tra un periodo e l'altro di determinazione di detto coefficiente.

« In tal modo lo Stato — conclude l'Eredia — potrebbe mantenere sempre l'equilibrio di periodo in periodo tra quel quantitativo di monete nomi-

nali che riscuoterebbe in meno e quel quantitativo di numerario che verrebbe a pagare in meno. Se per la rivalutazione della lira e quindi dei redditi privati, l'importo del tributo per esempio di ricchezza mobile, da un bimestre all'altro, nel corso della deflazione della circolazione, ed a pressione tributaria invariata, diminuisce di un decimo nel titolo nominale, cioè sul quantitativo numerico di lire, d'altra parte l'onere degli stipendi, che verrebbero rivalutati in rapporto all'effettivo potere d'acquisto della lira come pure l'onere degli interessi dei debiti, dovrebbe diminuire anche di un decimo nel complessivo titolo nominale in lire.

« Riteniamo che disciplinata nei sensi su espressi le graduali rivalutazioni della nostra moneta, sarebbero attenuate nel miglior modo possibile tutte le conseguenze dannose all'industria pel graduale ribasso dei prezzi ».

Questa soluzione, in teoria, si presenta tale da attenuare molti degli inconvenienti che presenta la politica di rivalutazione; in pratica la questione è diversa. Perchè le difficoltà e gli inconvenienti del sistema di correzione proposto dall'Eredia, nei rapporti tra privati si possono prevedere non pochi nè lievi; non c'è alcuna probabilità, ad esempio, che il sistema dei prezzi mantenga la sua fisonomia attuale, attraverso tutte le diminuzioni successive, anzi si può esser quasi certi che tale fisonomia sarà mutata.

Inoltre il rapporto tra il valore della lira d'oro e quello della lira di carta non è cosa di semplice e facile determinazione e non si vede come potranno

superarsi le molte e non lievi difficoltà che si presenteranno in questa impresa.

Ma la obbiezione principale che si può — a parer nostro — opporre alla soluzione dell'Eredia è questa: che con essa si annullano tutte le ragioni con le quali si cerca di giustificare il ritorno della lira di carta alla parità con la lira d'oro prebellica.

Tali ragioni sono discutibili ed anche — come abbiamo veduto — insufficienti, ma quando esse fossero tolte non si comprenderebbe perchè affrontare i pericoli, le difficoltà, i danni di una politica diretta a portare il valore della lira di carta alla pari col valore della lira d'oro, quando sarebbe molto più semplice, meno pericoloso e meno difficile, ridurre il peso in metallo della lira d'oro di quel tanto che occorre per far coincidere il suo valore con quello della lira di carta.

Concludendo, riteniamo che, per il momento, non è consigliabile e possibile — nel caso particolare dell'Italia — nè una politica di stabilizzazione del valore attuale della moneta di carta, nè una politica che si proponga di riportare, sia pur gradatamente, il valore della lira di carta alla pari con quello della lira d'oro.

Il problema più urgente e di importanza fondamentale, non solo nei riguardi della questione monetaria ma di tutta la vita nazionale, è quello della sistemazione del bilancio dello Stato. Sistemazione che, come ha ben suggerito la Conferenza di Genova, si deve cercare specialmente attraverso la riduzione delle spese.

In tale impresa, lo Stato riacquisterà e farà più ferma l'autorità sua, condizione questa indispen-

sabile per l'attuazione di una seria politica di riforma in qualsiasi senso.

Quando lo Stato avrà cessato di emettere e far emettere carta moneta e di pompare tutti i risparmi possibili, anche la produzione ed il consumo si sistemeranno rapidamente ed il paese troverà, nei frutti del suo lavoro, i mezzi necessari al pagamento di quelle provviste che ogni anno dobbiamo chiedere all'estero. Ed anche la questione dei debiti di guerra verso i paesi alleati, potrà essere sistemata.

Il corso dei cambi, coi paesi a sistema monetario sano, assumerà allora una certa costanza ed il rapporto di valore tra la moneta nostra e quella estera diventerà qualche cosa di stabile. Si potrà dire, ad esempio, che la lira italiana, vale un ventesimo di dollaro, con la sicurezza di essere nel vero, centesimo più, centesimo meno, tanto nei riguardi di ieri, che di oggi, che di domani.

Si potrà allora considerare quale delle due politiche dovrà adottarsi: se assicurare la difesa e la conservazione della stabilizzazione conseguita, con la modificazione del peso della lira d'oro e l'adozione di nuove parità legali oppure se prolungare per molti anni il periodo delle instabilità, delle incertezze e delle difficoltà finanziarie per portare la lira di carta al valore della lira d'oro così com'è attualmente.

Noi pensiamo non vi possa essere dubbio, anche perchè la via della rivalutazione, in pratica, è spesso impossibile da seguire. La storia dei paesi che si sono trovati, in altri tempi, in condizioni analoghe alle attuali può insegnare qualche cosa in

proposito ed anche quella del nostro, perchè il tentativo di abolire il corso forzoso con la legge del 1881 e finito, com'è noto, in un completo insuccesso, potrebbe pure insegnare qualche cosa (1).

---

(1) Sul tentativo di abolizione del corso forzoso vedere l'articolo di Dario Morelli in « Riforma Sociale », marzo-aprile 1918. Sui precedenti di altri paesi, vedere EINAUDI: *Corso di Scienza delle Finanze* (2ª edizione 1914), dove le varie condizioni sono esaminate anche in rapporti alla diversa misura del deprezzamento.

B
UNIVERSITÀ DI TORINO